

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PARMA

Dottorato di Ricerca in
“Determinazione e comunicazione del valore nelle aziende”

XVIII ciclo

TESI DI DOTTORATO

**CORPORATE GOVERNANCE
ED EFFICACIA DELLA COMUNICAZIONE
CON GLI STAKEHOLDER**

COORDINATORE

Chiar.mo Prof.
PAOLO ANDREI

TUTOR

Chiar.mo Prof.
CLAUDIO TEODORI

DOTTORANDA
LUISA BOSETTI

INDICE

Introduzione	3
CAPITOLO 1	
LE FINALITÀ DELLA CORPORATE GOVERNANCE	
1.1. La corporate governance	7
1.2. Il contemperamento degli interessi	15
1.3. Le dimensioni qualificanti la corporate governance	30
1.3.1. Corporate governance e reputazione	33
1.3.2. Corporate governance e comunicazione esterna	37
1.3.3. Corporate governance e controllo	39
1.4. I sistemi di corporate governance: classificazioni	44
1.4.1. <i>Outsider system e insider system</i>	47
1.4.2. <i>One-tier system e two-tier system</i>	60
CAPITOLO 2	
I SISTEMI DI CORPORATE GOVERNANCE NEL MONDO	
2.1. I sistemi di corporate governance nei principali paesi esteri	67
2.1.1. Gli Stati Uniti	70
2.1.2. La Gran Bretagna	82
2.1.3. La Germania	89
2.1.4. La Francia	95
2.1.5. Il Giappone	101
2.2. La corporate governance in Italia	106
2.2.1. I sistemi previsti dal legislatore	108
2.2.2. Il sistema delineato dal codice di autodisciplina	123
2.2.3. Gli organi e i processi di controllo	135
2.2.4. Altre previsioni in materia di corporate governance	155
CAPITOLO 3	
LA CULTURA DELLA TRASPARENZA E LA COMUNICAZIONE AGLI STAKEHOLDER	
3.1. L'efficacia della corporate governance e la trasparenza	165
3.2. La trasparenza e la comunicazione nelle relazioni di governo	169
3.3. La trasparenza e la comunicazione nei rapporti con l'ambiente	171
3.4. La trasparenza nei mercati finanziari	180
3.4.1. L'obbligatorietà e la discrezionalità nella veicolazione dei messaggi	185
3.4.2. La sistematicità dei messaggi	188
3.4.3. L'orientamento temporale dei messaggi	192
3.5. Gli strumenti per la veicolazione dei messaggi	195

CAPITOLO 4

LA COMUNICAZIONE SULLA CORPORATE GOVERNANCE

4.1.	L'evoluzione della comunicazione di governance	203
4.2.	La relazione sulla corporate governance	207
4.2.1.	Le <i>Linee guida</i> di Borsa Italiana SpA	214
4.2.2.	La <i>Guida</i> di Assonime ed Emittenti Titoli SpA	221
4.3.	La relazione sulle remunerazioni dei vertici aziendali	224
4.4.	La comunicazione sul controllo interno e sulla gestione dei rischi	232

CAPITOLO 5

IL COMPORTAMENTO DELLE IMPRESE ITALIANE IN TEMA DI COMUNICAZIONE SULLA CORPORATE GOVERNANCE: UN'ANALISI EMPIRICA

5.1.	Gli obiettivi e la metodologia della ricerca	241
5.1.1.	Le aziende analizzate	243
5.1.2.	Le variabili rilevate	245
5.2.	I risultati dell'indagine: la comunicazione di governance nei siti web aziendali	247
5.2.1.	L'accessibilità e l'aggiornamento delle informazioni	247
5.2.2.	I messaggi veicolati	251
5.3.	I risultati dell'indagine: la relazione sulla corporate governance	261
5.3.1.	La struttura complessiva delle relazioni analizzate	262
5.3.2.	I contenuti delle relazioni analizzate	265
5.4.	Considerazioni conclusive	285
	Appendice – Le imprese oggetto dell'indagine, articolate per mercato	289

Bibliografia	291
---------------------	-----

INTRODUZIONE

Da alcuni anni nei sistemi economici avanzati l'attenzione degli investitori, delle autorità di vigilanza e di regolamentazione dei mercati finanziari, degli analisti e – non ultimo – del legislatore, si sta concentrando sui problemi connessi ad un efficace governo delle imprese.

In effetti, gli interessi coinvolti nel governo aziendale tendono oggi a crescere nella numerosità e nella varietà, tanto che l'approccio incentrato sulla soddisfazione degli shareholder risulta ormai limitato. Si rende indispensabile, invece, una visione di più ampio respiro, che ponga enfasi sulla necessità di un consenso diffuso da ricercare presso tutti gli interlocutori sociali, realizzando un equilibrato temperamento degli interessi convergenti nell'impresa. Tale consenso va ricercato non soltanto sui risultati conseguiti ma anche, e soprattutto, sui principi che ispirano l'azione degli organi istituzionali.

Gli scandali che, in tutto il mondo, hanno investito le grandi imprese, con ripercussioni significative per gli shareholder di minoranza e per l'ambiente economico in generale, giustificano la richiesta insistente di legalità, responsabilità, equità e trasparenza, quali presupposti per una corretta gestione dei sistemi aziendali e delle relazioni con tutti gli stakeholder. È dunque cresciuto l'interesse per la corporate governance, ovvero per il complesso di principi e modalità da adottare nella direzione e nel controllo delle imprese e, più in generale, nell'interazione con gli interlocutori sociali al fine di raggiungere gli obiettivi prefissati sotto il profilo economico, competitivo e socio-ambientale.

La necessità di recuperare – o di consolidare – la fiducia degli stakeholder ha portato a rafforzare l'efficacia dei sistemi di corporate governance, in particolare nelle imprese a proprietà diffusa. A tale scopo gli ordinamenti nazionali sono stati in parte riformati dai rispettivi legislatori, in parte integrati attraverso le previsioni contenute nei codici di autodisciplina, ponendo enfasi:

1. sulle responsabilità, sui compiti e sul funzionamento degli organi istituzionali, con particolare attenzione per il consiglio di amministrazione e per i comitati costituiti al suo interno;

2. sui sistemi di controllo interno, tesi a garantire: il rispetto della legge, dei regolamenti e dello statuto; l'efficacia e l'efficienza delle operazioni di gestione; la correttezza della comunicazione economico-finanziaria; l'integrità del patrimonio aziendale;
3. sulla completezza e sulla veridicità dell'informativa di carattere istituzionale, orientata a qualificare l'immagine dell'impresa e a generare consensi.

Con specifico riferimento alla comunicazione istituzionale, tanto il legislatore quanto il mercato esercitano pressioni affinché si diffonda una reale cultura della trasparenza nei vertici aziendali. In effetti, la tutela delle attese di tutti gli stakeholder passa attraverso la ferma volontà di offrire una chiara ed esaustiva rappresentazione delle finalità perseguite, dei principi che animano il governo economico dell'impresa, dei risultati raggiunti e della conseguente capacità di distribuire valore agli interlocutori sociali.

Si sta assistendo, pertanto, al progressivo ampliamento delle informazioni, grazie all'introduzione di nuove forme di comunicazione volte a completare il quadro conoscitivo offerto agli stakeholder. In proposito, al bilancio di esercizio ed alle informazioni ad esso collegate si sono aggiunti numerosi altri documenti improntati alla trasparenza dell'attività di governo, quali: il bilancio sociale, il bilancio ambientale, il bilancio di sostenibilità, la relazione sulla corporate governance e la dichiarazione sulle remunerazioni dei componenti degli organi di governance e dell'alta dirigenza.

Tra le comunicazioni istituzionali di recente introduzione si segnala per importanza – con specifico riferimento al nostro paese – la relazione sulla corporate governance, che le società quotate sono tenute a predisporre per offrire una descrizione del proprio modello di governo e per esplicitare il grado di adesione al codice di autodisciplina promosso da Borsa Italiana. Per agevolare la stesura della relazione, nel 2003 Borsa Italiana ha definito alcune linee guida in termini di contenuto del documento. Nel 2004 anche Assonime ed Emittenti Titoli SpA – appurate le difficoltà di diffusione e la scarsa qualità della maggior parte delle relazioni presentate nel primo periodo – hanno predisposto congiuntamente una guida finalizzata a fornire un ausilio per migliorare la qualità dell'informativa, promuovendo un approccio volto alla chiarezza, ma anche alla sintesi.

La definizione di chiari e condivisi standard informativi diretti a consentire la valutazione ed il confronto dei modelli di governo societario, dovrebbe favorire la predisposizione di documenti omogenei per quanto attiene ai contenuti ed al grado di approfondimento dei diversi argomenti. Nel complesso, le relazioni sulla corporate governance dovrebbero quindi offrire risposte concrete, comprensibili, veritiere ed esauritive alle istanze conoscitivo/valutative esterne.

Nel contesto delineato, il presente lavoro si concentra sulle relazioni tra corporate governance, equo temperamento degli interessi e comunicazione con gli stakeholder.

Il primo capitolo evidenzia l'evoluzione della corporate governance, che da una situazione di preminente attenzione per gli shareholder e per le connesse attese economiche, è andata assumendo un orientamento teso alla valorizzazione di tutti gli stakeholder e all'assunzione di responsabilità globali (legali, economiche, sociali ed ambientali).

L'adozione di corretti principi di governo e di controllo viene intesa come un elemento capace di migliorare la reputazione dell'impresa, agevolando così lo sviluppo di relazioni fiduciarie durature con gli interlocutori sociali.

Le scelte finalizzate a qualificare l'immagine aziendale devono trovare un opportuno completamento nella veicolazione di adeguate informazioni dirette all'ambiente, improntate ad una logica di trasparenza sugli obiettivi perseguiti, sulle attività realizzate e sui risultati raggiunti, in armonia con gli interessi interni ed esterni. Un valido sistema di controlli deve altresì supportare l'efficace realizzazione dell'attività di governo.

La ripartizione delle funzioni di governo e di controllo tra gli organi istituzionali porta a configurare diversi sistemi di corporate governance ed a definire forme di interazione tra gli organi stessi. Le modalità tese a garantire la piena tutela delle attese convergenti nell'impresa possono variamente configurarsi, a seconda delle condizioni di mercato e delle peculiarità culturali delle imprese e dei contesti economici.

L'analisi è completata nel secondo capitolo, dove sono analizzati i modelli di corporate governance esistenti in alcuni paesi esteri (Stati Uniti, Gran Bretagna, Germania, Francia, Giappone) e in Italia. Lo studio comparato mette in luce, in particolare, la

tendenza diffusa in tutti i paesi a rafforzare i sistemi di controllo interno e a promuovere la correttezza e la trasparenza sia nelle relazioni interne, sia nella comunicazione con gli stakeholder.

Il terzo capitolo si concentra sull'importanza della trasparenza come condizione di efficacia della comunicazione esterna. Nell'ambito della comunicazione istituzionale, l'attenzione è posta sulla comunicazione economico-finanziaria, che offre una sintesi delle modalità di generazione di ricchezza, effettiva o prospettica, da parte dell'azienda e della sua attitudine a remunerare le risorse impiegate: in questo senso, la comunicazione economico-finanziaria dà prova dell'idoneità dei vertici aziendali a realizzare scelte di governo improntate a logiche di economicità, che consentono di soddisfare le attese economiche di tutti gli stakeholder.

Il quarto capitolo afferma l'importanza della comunicazione esterna sulla governance aziendale. Più precisamente, si ritiene opportuno che i vertici aziendali offrano agli stakeholder le basi conoscitive per poter valutare: l'adeguatezza delle strutture e dei processi di governo e di controllo; l'equa ripartizione delle risorse tra i soggetti interessati al conveniente funzionamento dell'impresa; l'idoneità dei processi tesi a garantire la legittimità dei comportamenti adottati e il rispetto delle condizioni di economicità, anche per mezzo di una razionale attività di monitoraggio, prevenzione e gestione dei rischi. In tale ambito, si sottolinea l'importanza di predisporre efficaci documenti destinati agli stakeholder, identificabili nella relazione sulla corporate governance, nella dichiarazione sulle remunerazioni degli amministratori e degli alti dirigenti (che può assumere un carattere più o meno strutturato ed indipendente dai documenti contabili) e nell'informativa sul controllo interno e sulla gestione dei rischi.

Il lavoro si conclude con la presentazione di una ricerca empirica, condotta su tutte le imprese STAR quotate nei mercati MTA e MTAX, organizzati e gestiti da Borsa Italiana. Lo studio ha ad oggetto la comunicazione sulla corporate governance diffusa dalle imprese indicate, che sono sottoposte a requisiti stringenti di trasparenza e di corporate governance. In particolare, l'analisi è condotta, dapprima, sui siti web aziendali, con l'obiettivo di valutare la completezza delle informazioni messe a disposizione degli stakeholder per quanto attiene alle strutture ed ai processi di governance. Successivamente, l'attenzione si concentra sulla relazione di governance, di cui vengono approfondite l'efficacia espositiva e la completezza.

CAPITOLO 1

LE FINALITÀ DELLA CORPORATE GOVERNANCE

SOMMARIO: 1.1. La corporate governance – 1.2. Il contemperamento degli interessi – 1.3. Le dimensioni qualificanti la corporate governance – 1.3.1. Corporate governance e reputazione – 1.3.2. Corporate governance e comunicazione esterna – 1.3.3. Corporate governance e controllo – 1.4. I sistemi di corporate governance: classificazioni – 1.4.1. *Outsider system* e *insider system* – 1.4.2. *One-tier system* e *two-tier system*

1.1. La corporate governance

Da alcuni anni nei sistemi economici avanzati stiamo assistendo ad un importante ripensamento dei meccanismi di governo aziendale, sollecitato dai richiami sempre più insistenti alla legalità, all'equità e alla responsabilità. Le profonde crisi finanziarie di alcune grandi aziende hanno in effetti sconvolto il panorama internazionale, facendo emergere una grave mancanza di trasparenza nella comunicazione esterna e rendendo manifesti gli intenti personali e talvolta illeciti perseguiti da certi amministratori e dalla proprietà, a danno degli altri portatori di interessi.

A fronte del clima di sfiducia che si è instaurato, ha avuto origine un dibattito incentrato su una serie di problematiche sintetizzabili nell'esigenza di recuperare le irrinunciabili condizioni di "buon governo" delle imprese per rispondere positivamente alle aspettative degli stakeholder.

La parte principale degli studi e, soprattutto, dei provvedimenti normativi e autoregolamentari derivanti dalla situazione descritta, si è concentrata sui temi legati all'assetto istituzionale, ai sistemi di controllo interno ed esterno, alla trasparenza informativa, all'assunzione di una responsabilità globale (economica, sociale, ambientale) nei confronti degli interlocutori aziendali. In sostanza l'attenzione si sta focalizzando in modo via via più netto sulla corporate governance, in particolare nelle società quotate.

La corporate governance può essere definita come un insieme di principi, regole, strutture e processi che stanno alla base dell'attività di direzione e controllo

dell'azienda, finalizzato a garantire la soddisfazione di tutti gli interessi che in essa confluiscono¹.

¹ Il concetto di corporate governance si è evoluto nel tempo, passando da un'impostazione focalizzata sulla separazione tra proprietà e controllo ad una visione aperta ad accogliere le esigenze di tutela di tutti gli stakeholder aziendali.

I primi studi in materia di corporate governance sono riconducibili alla letteratura manageriale americana, che inizia a formalizzare il tema già negli anni Trenta del secolo scorso.

Nel 1932 Bearle e Means pubblicano la prima opera che tratta in modo sistematico della corporate governance, che i due Autori definiscono come «l'insieme di istituzioni, pratiche e regole concepite per evitare l'espropriazione dei diritti degli investitori esterni, ossia non direttamente implicati nella gestione dell'impresa (*outsiders*) da parte dei soggetti interni all'azienda (*insiders*), quali manager, imprenditori o azionisti dominanti». Cfr.: Berle A. e Means G. (1932), *The modern corporation and private property*, NY World Inc., New York.

Da questa prima definizione emerge la questione centrale della corporate governance, ovvero la ricerca di forme di protezione di alcuni soggetti interessati al corretto funzionamento delle imprese: si tratta del principio di fondo che sarà mantenuto in tutti gli scritti successivi, seppur con ampliamenti e specificazioni.

La definizione di Bearle e Means prende spunto dai problemi di governo nelle public company ed a queste ultime si riferisce specificamente. La definizione, inoltre, si concentra sulla dicotomia tra *outsiders* ed *insiders*, visti come soggetti in competizione (tanto da utilizzare l'espressione "espropriazione dei diritti"). Gli *outsiders* sono identificati nei conferenti di capitale di rischio, che nel rapporto con l'impresa ricercano una mera remunerazione dell'investimento. Restando estranei alla gestione, potrebbero allora subire le scelte di manager, imprenditori ed azionisti di maggioranza, che guidano di fatto l'azienda dall'interno. Per questo motivo sorge il bisogno di tutelare gli interessi degli *outsiders* e comincia a farsi più consistente la riflessione sul tema della corporate governance.

La concezione della corporate governance si amplia progressivamente negli studi successivi, sia americani sia europei, iniziando a richiamare anche altri elementi.

La posizione assunta dalla Commissione Cadbury nell'ambito di un rapporto sulla corporate governance delle società quotate inglesi (*Cadbury Report*, 1992) porta l'attenzione sul complesso di regole che orienta l'attività dei vertici aziendali, parlando di «the system by which companies are directed and controlled». Viene perciò sottolineata la natura della corporate governance come condizione essenziale per consentire un'efficace realizzazione:

- a) della direzione aziendale, in particolare con riferimento alla fissazione degli obiettivi strategici da parte dell'organo amministrativo;
- b) del controllo, vale a dire il monitoraggio continuo sullo svolgimento della gestione e la supervisione sui risultati raggiunti dal management.

La letteratura si è spesso ispirata alla definizione del Cadbury Report, che può essere considerato il primo codice di autodisciplina delle società quotate in borsa ed è quindi diventato un punto di riferimento insostituibile per gli studi successivi, nonché per gli altri documenti di autoregolamentazione delle imprese.

Come ricorda Reboa (2002), *Proprietà e controllo d'impresa. Aspetti di Corporate Governance*, Giuffrè, Milano, p. 3, il concetto espresso nel Cadbury Report è evocativo «del sistema di governo economico e, quindi, della struttura e delle modalità di funzionamento dei massimi organi societari, delle responsabilità e degli obblighi e dei soggetti che li compongono, delle procedure per la loro nomina (revoca) e di controllo sul loro operato». L'Autore affianca altresì, a questa "nozione di corporate governance in senso proprio", i principi di trasparenza e correttezza, affermando la necessità che gli organi di governo rendano conto del proprio operato, sia agli azionisti sia agli altri stakeholder che «apportano contributi rilevanti per lo svolgimento della gestione».

Un ulteriore intervento sulla definizione originaria di corporate governance consiste nel richiamo del mercato dei capitali come meccanismo idoneo ad assegnare, ai soggetti più meritevoli, il potere di governare l'impresa. Ancora una volta, dunque, la corporate governance viene associata alle società a proprietà diffusa e variabile, dove tende a non verificarsi la coincidenza tra la figura dell'investitore e quella dell'imprenditore. Si veda, in questo senso, la definizione di corporate governance formulata da Barca F. (1994), *Imprese in cerca di padrone: proprietà e controllo nel capitalismo italiano*, Laterza, Bari, che comprende in senso allargato tutte le regole e i sistemi per effetto dei quali la direzione e il

Infatti, la corporate governance è l'impostazione di fondo che ispira le decisioni e le azioni intraprese per operare secondo economicità e per realizzare l'equo contemperamento delle attese degli stakeholder², in modo da assicurare all'azienda il consenso

controllo delle imprese sono allocabili sul mercato secondo efficienza. Ciò dovrebbe tradursi nella possibilità di sostituire gli amministratori e i manager che non sono riusciti a valorizzare le risorse a disposizione dell'impresa, attribuendo poi tale compito ad una nuova dirigenza che possa esercitare le proprie funzioni in maniera più adeguata.

Una nozione analoga si ritrova in Bianchi L. (1996), "Considerazioni introduttive", *Rivista delle Società*, n. 41, p. 406: «l'insieme di regole e istituzioni volte a conciliare interessi di imprenditori e di investitori al fine di assicurare che il controllo delle imprese sia allocato con efficienza».

Oggi, parallelamente al riconoscimento della funzione sociale dell'impresa, che deve realizzare un giusto contemperamento delle attese di tutti gli interlocutori aziendali, anche la definizione di corporate governance si evolve ed abbraccia ormai una visione di più ampio respiro. Come afferma Airoldi, «si ritiene che interessi economici forti di pochi non debbano essere difesi e protetti al punto tale da compromettere lo sviluppo economico della collettività». Cfr.: Airoldi G. (1998), "Gli assetti istituzionali d'impresa: inerzia, funzioni, leve", in Airoldi G. e Forestieri G. (a cura di), *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano, p. 30.

Pur riconoscendo una maggiore necessità di tutelare le attese degli azionisti, e soprattutto di quelli di minoranza, rispetto agli altri stakeholder, oggi si tende ad estendere il concetto di corporate governance all'insieme di istituzioni e regole finalizzate ad assicurare un governo efficace, efficiente e corretto nei confronti di tutti i soggetti interessati alla vita dell'impresa. In effetti, si è ormai consolidata la consapevolezza che la durabilità delle aziende nel tempo possa discendere soltanto da una profonda considerazione del multiforme complesso di attese che gravitano attorno all'impresa e dalla capacità di ricomporle ad unità.

Nell'ampia letteratura che ha adottato la visione di corporate governance aperta a tutti gli stakeholder – che sta alla base del presente lavoro – si vedano, tra gli altri: Ferraris Franceschi R. (2000), "La struttura e le funzioni di governo economico", in Cavalieri E. e Ferraris Franceschi R., *Economia aziendale*, volume primo, *Attività aziendale e processi produttivi*, Giappichelli, Torino, pp. 103-104; Fortuna F. (2001), "Prefazione" di *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano; Sanguigni V. (2002), *Proprietà e governo dell'impresa*, Cedam, Padova, p. 143 e ss.; Sanguinetti A. e Costanzo P. (2003), *Il governo delle società in Italia e in Europa*, Egea, Milano, p. 11; Salvioni D. M. (2003), "Corporate governance e responsabilità d'impresa", *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 1; Salvioni D. M. (2004), "Efficacia aziendale, processi di governo e risorse immateriali", in Salvioni D. M. (a cura di), *Corporate governance, controllo di gestione e risorse immateriali*, FrancoAngeli, Milano, p. 11 e ss.; Gandini G. (2004), *Internal auditing e gestione dei rischi nel governo aziendale*, FrancoAngeli, Milano, p. 11 e ss.

Da ultimo, è interessante osservare che, nell'accezione moderna, la corporate governance può essere intesa anche come «modalità di esercizio della responsabilità politica, esercizio che implica per i decisori la capacità di gestire i fenomeni economici e sociali attraverso una forte interazione con tutti gli attori del sistema sociale e attraverso la promozione del loro coinvolgimento attorno a un progetto condiviso, facendo un uso corretto delle regole e delle strutture di governo». Cfr.: Antoldi F. (2004), "La corporate governance nelle aziende non profit", in Salvioni D. M. (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano, p. 188; sullo stesso tema – che è stato inizialmente sviluppato in Rosenau J. e Czempiel E. (1992), *Governance without government. Order and change in world policies*, Cambridge University Press, Cambridge – si rinvia inoltre a Ciappei C. (2002), *Corporate government. Gli assetti istituzionali di governo delle imprese*, Firenze University Press, Firenze, p. 69.

² «Il principio del contemperamento degli interessi si attua adottando strutture e processi, e soprattutto atteggiamenti e comportamenti, ispirati alla logica della partecipazione e del confronto». Airoldi G., Brunetti G. e Coda V. (1994), *Economia aziendale*, il Mulino, Bologna, p. 100.

Secondo Tessitore, «la capacità di comporre ad unità parti e interessi in conflitto» è una condizione d'esistenza per tutte le aziende, insieme all'autonomia, alla economicità duratura e alla tensione ai risultati. Non può aversi la soddisfazione duratura di alcuna categoria di interessi – neppure del soggetto economico – se non si realizza contemporaneamente la soddisfazione di tutte le altre, in base ad un

dell'ambiente e la stabilità nell'acquisizione di risorse³. La corporate governance si sostanzia quindi nell'effettivo intervento dei vertici che – grazie ad una visione d'insieme fondata sulla conoscenza delle relazioni, delle responsabilità e dei processi interni all'azienda – sono chiamati a definire le modalità ottimali di interazione con i portatori di interessi, interni ed esterni, attuali e potenziali. Tali modalità devono assicurare la parità di trattamento degli attori sociali coinvolti e far sì che essi possano ricevere adeguate informazioni sulle scelte e sui risultati di gestione, per formulare le proprie valutazioni economiche e di carattere strategico⁴.

In effetti, un consenso generalizzato e dalle solide basi può manifestarsi soltanto in presenza di una diffusa soddisfazione degli stakeholder. Da una parte, questo esclude il perseguimento di interessi particolari e personali a danno delle altre attese legittime, richiedendo l'adozione di comportamenti eticamente corretti e imparziali; dall'altra parte, impone ai vertici di curare la comunicazione istituzionale per dare visibilità alle

principio di solidarietà nel conferimento delle risorse e nella loro remunerazione. Per approfondimenti sul tema si rinvia a Tessitore A. (1996), "Codici etici e comportamenti organizzativi", in AA.VV., *Ripartire dall'azienda. Atti del convegno dedicato al Prof. Carlo Masini*, Egea, Milano, pp. 20-21.

³ Si veda in proposito Coda V. (1989), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, p. 220: «Le imprese eccellenti puntano a sviluppare una superiore capacità di soddisfare le attese degli interlocutori tutti, in vista di ottenere il massimo di consenso e di collaborazione e di alimentare, per tal via, una superiore capacità di competere sul mercato».

⁴ Ad esempio, i fornitori sono interessati a conoscere la situazione finanziaria dell'azienda per avere una assicurazione sulla capacità di credito di quest'ultima. Tuttavia ricercano, contemporaneamente, indicazioni sulle possibilità di successo connesse ad una relazione di lungo periodo, di natura preferenziale e basata sulla condivisione del rischio economico.

Un discorso simile può essere proposto per i prestatori di lavoro, che oltre alla remunerazione periodica puntano a mantenere il posto di lavoro nel tempo, secondo percorsi di carriera soddisfacenti e con la sicurezza di un'adeguata copertura in caso di infortunio o malattia.

Per quanto riguarda le relazioni tra l'azienda e i clienti, queste dipendono sia da fattori tangibili, importanti soprattutto nel breve periodo (le caratteristiche intrinseche del prodotto, il prezzo, le condizioni di regolamento e l'assistenza pre e post-vendita), sia da elementi immateriali, capaci di rafforzare il rapporto commerciale per periodi di tempo non brevi. Tra questi ultimi si ricorda la marca, che esprime «una specifica relazione istituita con un dato mercato per l'affermazione di una particolare offerta», sulla base di specifiche aspettative dal lato dei clienti e di un sistema di responsabilità dal lato dell'impresa. La marca costituisce una sorta di "promessa" che l'impresa fa al suo pubblico di riferimento. Per approfondimenti si veda: Brondoni S. M. (2001), "Patrimonio di marca e gestione d'impresa", *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 1.

Dal punto di vista dei conferenti di capitale di credito (banche ed istituzioni finanziarie in genere), è rilevante disporre di informazioni su solidità, liquidità e redditività dell'azienda, che influiscono sulla sua capacità di rimborsare i finanziamenti e sostenere gli interessi passivi.

Gli azionisti di minoranza, infine, si aspettano una certa costanza nei flussi di dividendo ed una remunerazione dell'investimento coerente con il rischio sopportato. A ciò si aggiunge la possibilità di smobilizzare l'investimento per destinare le risorse ad alternative più convenienti o meno rischiose. È questo il caso tipico dei piccoli risparmiatori, che non ambiscono a partecipare direttamente ai processi di governo aziendale, ma sono interessati all'affermazione dell'impresa nel medio-lungo termine, data la crescente consapevolezza – rafforzata dai recenti scandali finanziari – che una performance molto positiva nel breve periodo può rapidamente tradursi nel crollo delle quotazioni o, peggio ancora, celare situazioni fraudolente.

scelte di fondo da cui muove il governo dell'azienda, intesa come centro di interessi eterogenei.

La corporate governance delinea i principi e le regole che guidano e vincolano i vertici aziendali nello svolgimento della propria attività di indirizzo, mediante la quale essi definiscono le finalità aziendali e la relativa trasposizione negli obiettivi strategici ed operativi.

La fissazione delle linee strategiche e di effettivo intervento può essere ricondotta alla funzione armonizzatrice dei differenti interessi che convergono nell'impresa, funzione che per la sua delicatezza deve essere esercitata ai massimi livelli aziendali, responsabili di impostare e governare le relazioni con l'ambiente⁵.

L'armonizzazione degli interessi consiste nella capacità di garantire la sopravvivenza dell'impresa, perseguendo risultati che influiscano positivamente sulla sfera economica, sociale ed ambientale di tutte le categorie di interlocutori aziendali, o quanto meno non la danneggino⁶.

La durabilità dell'impresa in condizione di equilibrio economico e in armonia con l'ambiente è la finalità ultima alla quale gli organi istituzionali cercano di dare attuazione e può realizzarsi soltanto tramite la tutela delle attese specifiche dei differenti stakeholder. Affinché ciò sia possibile, è necessario che le istanze provenienti dall'ambiente vengano interiorizzate nei processi decisionali. Essendo alquanto complicato allargare il processo di assunzione delle decisioni a tutti i soggetti che ne sono potenzialmente interessati, diviene cruciale che siano gli organi istituzionali ed il management a tenere nella giusta considerazione le aspettative composite dei vari interlocutori sociali. A questo scopo, la sede più indicata pare essere l'attività di pianificazione e programmazione: essa consente infatti di trasferire gli indirizzi di vertice – calibrati in funzione delle attese interne ed esterne – negli obiettivi generali e particolari

⁵ Per una trattazione completa ed articolata del tema si rinvia, su tutti, a: D'Amico A. (1996), *La funzione armonizzatrice degli interessi convergenti nell'impresa*, Giappichelli, Torino.

⁶ L'armonizzazione degli interessi (o in altri termini il loro contemperamento) va ricercata sotto tutti i profili rilevanti dell'attività aziendale: quello economico, quello competitivo, quello sociale e quello ambientale.

Il profilo economico attiene all'equità delle remunerazioni distribuite ai conferenti delle risorse produttive (prestatori di lavoro, finanziatori a titolo di rischio e di credito, fornitori). La dimensione competitiva assume rilevanza nella selezione delle modalità di azione nei mercati, secondo una logica di rispetto delle regole della concorrenza e di protezione dei consumatori. Dal punto di vista sociale (in senso stretto) ed ambientale, l'azienda deve tenere conto del ruolo che la collettività le attribuisce nella creazione di opportunità di lavoro, nello sviluppo economico locale ma anche nel sostegno ad iniziative culturali, umanitarie, ecc., il tutto in armonia con le esigenze di conservazione del patrimonio naturale.

di lungo termine e successivamente negli obiettivi globali e parziali di breve periodo, da assegnare alle varie unità aziendali per favorire l'orientamento coordinato dell'intera organizzazione verso i risultati desiderati⁷.

È opportuno rilevare fin da adesso che la funzione di indirizzo connessa alla corporate governance non si traduce esclusivamente nella fissazione e nella comunicazione degli obiettivi all'interno dell'organizzazione ma anche nella capacità degli organi di governo e di controllo (e, in seconda battuta, del management con responsabilità operative) di influire sul comportamento dell'organismo personale, promuovendo con le proprie azioni l'onestà, la legalità e la trasparenza nelle relazioni interne e, soprattutto, con l'ambiente. Infatti, la correttezza genera fiducia e consenso e rappresenta la condizione "soggettiva" che deve qualificare l'esercizio della corporate governance, affinché l'impresa sia percepita dagli stakeholder come una controparte affidabile⁸.

In effetti, una governance efficace può aversi soltanto se esiste l'attitudine a preservare e migliorare i rapporti con i conferenti di risorse – ossia i portatori di interessi – e si realizza mediante un confronto continuo tra l'azienda e questi ultimi, per ricomporre armonicamente i contributi, le aspettative e le ricompense. In sostanza, la corporate governance dovrebbe dare luogo ad un'attività di relazione che, sviluppandosi a partire dall'assetto istituzionale e dall'attribuzione delle prerogative di governo al soggetto economico, cerca di soddisfare gli interessi istituzionali ma senza penalizzare gli attori sociali esterni⁹.

⁷ Il concetto richiamato è quello della gerarchizzazione degli obiettivi nel tempo e nello spazio. A livello temporale, gli obiettivi strategici vengono contestualizzati con riferimento a periodi di tempo più brevi; a livello spaziale, ciascun obiettivo complesso viene scomposto in altri di livello inferiore, più semplici. Incrociando la dimensione spaziale e quella temporale si definiscono gli obiettivi da assegnare alle singole unità organizzative aziendali. Il raggiungimento degli obiettivi specifici da parte di queste ultime contribuisce, secondo rapporti di fine/mezzo, a realizzare gli obiettivi di più ampia portata e, in ultima analisi, le finalità aziendali.

⁸ «La correttezza dei rapporti contribuisce infatti a generare un processo virtuoso che permette di attrarre le migliori risorse (dipendenti, collaboratori, fornitori, finanziatori ecc.) atte a realizzare una produzione economica per il mercato, volta a soddisfare nel modo migliore le esigenze dei clienti generando un vantaggio competitivo duraturo». Sanguinetti A. e Costanzo P. (2003), *Il governo delle società in Italia e in Europa*, Egea, Milano, pp. 5-6.

⁹ I più illustri studiosi italiani di economia aziendale affrontano nelle loro opere il tema dell'impresa come centro di molteplici interessi ai quali dare una conveniente ed equilibrata soddisfazione. In questo senso si può affermare che «nelle aziende si compongono gli interessi dei singoli e per il bene comune si moderano gli egoismi particolari». Zappa G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, tomo primo, Giuffrè, Milano, p. 38.

Ancora, scrive Masini: «Le imprese hanno vita autonoma, sempre tuttavia nell'ambito del sistema generale economico di uno o di più paesi; esse hanno necessariamente relazioni con altre imprese e con aziende di consumo. Nelle imprese, insomma, convergono molteplici interessi economici, con varia

In una logica di efficacia globale del governo d'impresa, non sono condivisibili le scelte gestionali che mirano a generare valore per i soci a detrimento delle naturali aspettative degli altri stakeholder: ad esempio, quando si ricorre a condizioni retributive svantaggiose per i prestatori di lavoro, o quando si persegue l'espansione delle attività in settori lontani dal core business, attraverso investimenti consistenti che, qualora si rivelassero errati, comporterebbero una sostanziale riduzione delle garanzie patrimoniali a favore dei finanziatori ed un danno per i soci.

Ad evidenza, gli organi di governo hanno interesse a dare visibilità ai benefici generati per gli stakeholder. Il concetto stesso di corporate governance porta a riconoscere ed affermare la responsabilità dell'azienda nei confronti di coloro che le conferiscono risorse; di conseguenza, ai principi di corporate governance che determinano le modalità di direzione e controllo non possono non aggiungersi i requisiti per una efficace comunicazione agli stakeholder.

In particolare, i flussi informativi dovrebbero dimostrare: il perseguimento delle finalità aziendali secondo una logica di contemperamento delle attese; la correttezza dei comportamenti adottati, sotto il profilo economico ed anche dal punto di vista etico; il rispetto delle regole di buon governo, fissate dal legislatore o derivanti dall'autodisciplina e dalle best practice; i risultati raggiunti e la loro validità per tutti gli stakeholder.

In termini generali, qui è solo il caso di ricordare come l'efficacia della comunicazione esterna dipenda – dal lato dell'emittente – dalla trasparenza dei messaggi e dalla sintonia tra fatti, comportamenti e informazioni veicolate¹⁰. Tuttavia, perché si abbia trasparenza della comunicazione è necessario che i vertici aziendali siano consapevoli

preminenza in diverse condizioni di svolgimento dell'impresa. Di solito, dominano per intensità e per immediatezza gli interessi di chi presta lavoro e di chi conferisce risparmio a titolo di capitale.

L'impresa è giudicata efficiente quando remunera in modo soddisfacente tutti i fattori della produzione permanendo in condizioni di possibile vita duratura». Masini C. (1960), *L'organizzazione del lavoro nell'impresa*, volume primo, Giuffrè, Milano, p. 187.

Onida parla di «“massimi simultanei” convenientemente perseguibili dall'impresa». L'Autore sostiene che «la non effimera prosperità dell'impresa, pur tenuta a operare nel mercato secondo criteri di economicità aziendale, esige, non già la massimazione di un solo elemento, quale il profitto, ma la realizzazione di massimi simultanei, per quanto riguarda salari, dividendi e autofinanziamenti, *dinamicamente insieme combinati*, anche nelle loro variazioni relative, al fine del loro mutuo rafforzamento, pur praticando – per i prodotti forniti dall'impresa – prezzi idonei a sostenere e a dilatare la domanda.

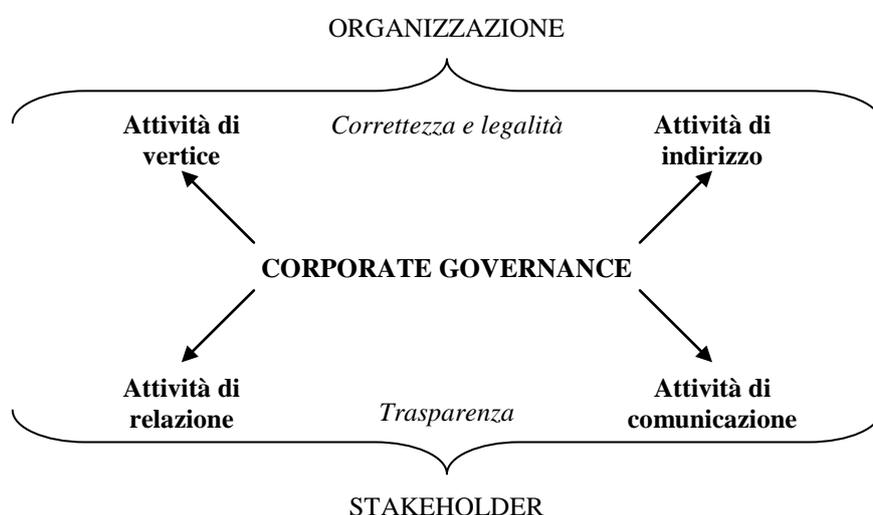
[...] Nell'impresa, considerata come istituto economico-sociale destinato a durare nel tempo, interessi apparentemente opposti si comporrebbero, così, convergendo verso il bene comune». Onida P. (1971), *Economia d'azienda*, ristampa 2004, Utet, Torino, p. 91.

¹⁰ Per approfondimenti si rinvia a: Salvioni D. M. (1992), *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 26 e ss.

delle responsabilità (economiche, ma anche sociali ed ambientali) di cui l'azienda è portatrice nei confronti di una pluralità di interlocutori e siano altresì fermamente convinti di dover rendere conto del proprio operato a questi ultimi. In sostanza, il principio di accountability¹¹ viene ad assumere un ruolo chiave nell'orientare i comportamenti e le decisioni degli organi di governance, insieme alla correttezza, alla legalità e alla trasparenza.

La Figura 1.1 riassume i differenti profili rispetto ai quali agiscono i principi e le strutture di corporate governance.

Figura 1.1 – L'efficacia della corporate governance nelle relazioni interne ed esterne



Da una parte, la corporate governance viene presentata come l'insieme delle istituzioni e delle regole che, rifacendosi ai valori della correttezza e della legalità, fissano finalità e contenuti per l'operato dei vertici aziendali; inoltre, ispirano questi ultimi

¹¹ In relazione al concetto di accountability, Reboa propone un significato ristretto ed uno pervasivo, manifestando la stretta coerenza tra il secondo ed i principi di fondo dell'economia aziendale. L'accountability acquista un significato pervasivo di "rendicontabilità" «quando si assume che gli organi di governo societario devono rendere conto del loro operato a diverse categorie di interessi (stakeholder), in quanto apportano contributi rilevanti per lo svolgersi della vita aziendale». Tale impostazione ben si sposa con quella di efficacia e responsabilità globale dell'impresa – che sta alla base di questo scritto – con riferimento alla quale sarebbe alquanto riduttivo il significato ristretto dell'accountability, ossia il trasferimento di informazioni dagli organi di governo ai soli azionisti, in qualità di soggetti maggiormente esposti al rischio d'impresa. Cfr.: Reboa M. (2002), *Proprietà e controllo d'impresa. Aspetti di Corporate Governance*, Giuffrè, Milano, p. 4.

nella attività di indirizzo dell'intera organizzazione, secondo logiche di coesione, coinvolgimento e partecipazione nel perseguimento delle finalità d'impresa.

Dall'altra parte, i principi e le regole di corporate governance portano gli organi di direzione e controllo ad instaurare un rapporto aperto con gli stakeholder, impegnandosi a raggiungere un'equa soddisfazione delle attese convergenti nell'azienda e a darne conto con la massima trasparenza.

1.2. Il contemperamento degli interessi

Il problema di fondo della corporate governance consiste nella ricerca delle modalità di direzione e controllo capaci di assicurare l'equilibrata soddisfazione di interessi differenti, se non addirittura contrastanti, legati al funzionamento dell'azienda.

Il tema degli interessi contrapposti ha dominato i primi studi in materia di corporate governance, specialmente nella letteratura anglosassone che si è concentrata sulla separazione tra la proprietà e il controllo dell'impresa, tipica delle grandi aziende americane ad azionariato diffuso¹². Questi studi si focalizzano sulle conseguenze derivanti dalla suddivisione delle funzioni dell'imprenditore tra due gruppi di soggetti:

- gli azionisti, che conferiscono il capitale ed assumono su di sé il rischio d'impresa;
- l'alta direzione, che si configura come un soggetto economico improprio¹³ poiché fissa gli obiettivi da raggiungere, formula le strategie e prende le decisioni relative alla gestione corrente, esercitando l'attività di controllo inteso come guida per il raggiungimento dei risultati desiderati¹⁴.

¹² Al riguardo è sufficiente citare il lavoro di Berle A. e Means G. (1932), *The modern corporation and private property*, NY World Inc., New York.

¹³ Masini precisa che quando «alcuni amministratori o dirigenti massimi» assumono il governo dell'impresa, viene a costituirsi un soggetto economico improprio. Nei casi patologici o, comunque, non improntati all'etica economica, può accadere che questi soggetti perseguano interessi personali o particolari, trascurando «un'armonica composizione di interessi orientata dal bene comune». Masini C. (1960), *L'organizzazione del lavoro nell'impresa*, volume primo, Giuffrè, Milano, pp. 198-199.

¹⁴ Rifacendosi all'opera di Anthony – Anthony R. N. (1965), *Planning and Control Systems*, Harvard College – Brunetti è il primo studioso italiano a sottolineare la duplice natura dell'attività di controllo in azienda: «Il termine “controllo” in realtà ha due significati: il primo, derivato dal francese *contrôle*, è proprio quello di ispezione, verifica, riscontro, il secondo, di derivazione anglosassone (*control*), è sinonimo invece di governo, guida. Ed è quest'ultimo significato che viene riservato al termine nel contesto qui considerato. [...] Il controllo di gestione è l'attività di governo, di guida per conseguire gli obiettivi economici prestabiliti con la pianificazione e programmazione». Si veda in proposito: Bru-

In effetti nelle public company il capitale, altamente frammentato, è detenuto da un vasto numero di piccoli azionisti, che demandano le funzioni di governo ai dirigenti (selezionati in base a professionalità e competenza) e di fatto rinunciano ad esercitare azioni di controllo sull'attività di questi ultimi: ciò si verifica perché il costo da sostenere a tale scopo sarebbe di gran lunga superiore al beneficio ottenibile, da rapportare in ogni caso all'esiguità dell'investimento azionario effettuato dal singolo socio; inoltre, andrebbe affrontato individualmente dall'azionista, ma produrrebbe un beneficio anche per tutti gli altri soci, che non hanno contribuito al costo del monitoraggio. Il pericolo concreto è che i dirigenti, dotati dei più ampi poteri decisionali e gestionali, perseguano obiettivi personali in conflitto sia con gli interessi degli azionisti – nella consapevolezza di non essere adeguatamente controllati – sia con lo sviluppo dell'impresa nel lungo andare¹⁵.

Ad esempio, nei casi più gravi potrebbero crearsi le condizioni per uno scarso impegno dei manager o, ancor peggio, per una appropriazione illecita delle risorse aziendali da parte degli stessi. La dirigenza potrebbe altresì selezionare le alternative di investimento in base alle proprie preferenze o abilità professionali, senza approfondire l'effettiva sostenibilità e il reale impatto delle scelte sulla struttura dell'azienda e sui rapporti con l'ambiente esterno: un simile atteggiamento potrebbe determinare la rinuncia a programmi fruttuosi per insufficiente competenza del management, insieme alla destinazione delle risorse a progetti subottimali, soltanto perché di più facile compimento. L'alta direzione potrebbe poi occultare flussi di reddito o di cassa in esercizi favorevoli con l'intento di compensare l'andamento negativo di anni futuri, in modo che le scelte gestionali errate non siano appalesate nei documenti economico-finanziari. Infine, i manager potrebbero ostacolare fusioni e scissioni per mantenere saldamente il potere sull'azienda, nonostante le operazioni straordinarie possano contribuire a migliorarne la redditività e la competitività¹⁶.

netti G. (1983), *Il controllo di gestione in condizioni ambientali perturbate*, terza edizione, FrancoAngeli, Milano, p. 9 e ss.

¹⁵ Blair ricorda che già Adam Smith, nell'opera *La ricchezza delle nazioni* (1776), individuava il rischio che le imprese non fossero gestite con la massima efficacia qualora i dirigenti non fossero anche proprietari. Per approfondimenti si rinvia a Blair M. M. (1995), *Ownership and Control*, The Brookings Institution, Washington, p. 95.

¹⁶ Cfr.: Lazzari V. (2001), "Corporate governance: fondamenti, aspetti controversi e prospettive future", *Economia & Management*, n. 3, maggio-giugno, p. 73.

È piuttosto evidente che la teoria sintetizzata, rifacendosi alle relazioni di agenzia, propone una visione riduttiva della corporate governance, solo parzialmente giustificabile alla luce della struttura dei mercati finanziari anglosassoni. La teoria in oggetto difetta sotto due punti di vista:

- a) innanzitutto presta attenzione ad una sola categoria di stakeholder, quella degli azionisti (shareholder), affermando che la loro particolare tutela sarebbe ampiamente giustificata dal fatto che si tratti degli ultimi soggetti ad essere remunerati, peraltro in via residuale ed eventuale¹⁷;
- b) in secondo luogo associa la corporate governance alle public company, trascurando la rilevanza dei sistemi di buon governo anche nelle imprese non quotate, in quelle che raccolgono il risparmio delle famiglie a fronte di titoli obbligazionari, nonché nelle aziende composte pubbliche e non profit.

Al contrario, già si è osservato che il governo aziendale deve svolgersi secondo il principio di efficacia globale, tale per cui la soddisfazione dei conferenti risorse primarie non può ripercuotersi negativamente su coloro che hanno messo a disposizione le risorse derivate: l'economia aziendale italiana afferma con forza che il benessere del soggetto economico passa necessariamente attraverso il contemperamento degli interessi di tutti gli stakeholder. La produzione di apprezzabili remunerazioni per i prestatori di lavoro e, successivamente, per i conferenti capitale di rischio presuppone infatti che l'impresa operi con successo nel lungo termine; affinché questo si verifichi è essenziale che i vertici e tutto il management siano in grado di gestire il consenso di fornitori, clienti, finanziatori, enti pubblici e non profit, collettività in generale¹⁸. A tale scopo l'attività di direzione aziendale deve saldamente ispirarsi ai già ricordati principi di trasparenza, equità e legalità, come garanzia di corretto comportamento degli organi nei confronti degli interlocutori sociali; tuttavia è altrettanto importante che essa sia costantemente affiancata e supportata da un'attività di controllo, in grado di assicurare gli stakeholder in relazione a: efficacia e efficienza della gestione; conserva-

¹⁷ Cfr.: Easterbrook F. H. e Fischel D. R. (1991), *The Economic Structure in Corporate Law*, Harvard University Press, pp. 67-68.

¹⁸ «In sintesi, per soddisfare le attese del soggetto economico, l'impresa deve svolgere l'attività di produzione adottando un forte orientamento ai clienti, sviluppando relazioni positive con tutti gli altri interlocutori ed operando secondo efficienza». Airoldi G., Brunetti G. e Coda V. (1994), *Economia aziendale*, il Mulino, Bologna, p. 108.

zione del patrimonio con cui l'azienda risponde delle proprie obbligazioni; completezza, veridicità e tempestività delle informazioni economiche; rispetto della legge¹⁹.

Le differenti impostazioni teoriche, collegate alle specifiche caratteristiche dei mercati finanziari e delle imprese, hanno portato a formulare alcuni modelli interpretativi dell'attività di governance. Tra gli altri si segnalano²⁰:

- a) il *finance model* (o *principal-agent model*);
- b) il *myopic market model*;
- c) l'*abuse of executive power model*;
- d) lo *stakeholder model*.

I vari modelli si distinguono innanzitutto per le tipologie di portatori di interessi da salvaguardare e per le modalità di armonica ricomposizione delle attese confluenti in azienda; diversi sono inoltre l'orizzonte temporale di riferimento, le forme di controllo attuabili e, di conseguenza, le soluzioni proposte al fine di migliorare l'efficacia complessiva del governo economico d'impresa.

¹⁹ Il concetto di corporate governance racchiude in sé la duplice natura di direzione e controllo dell'azienda. Si intende anticipare qui che il controllo deve essere svolto da soggetti esterni (revisori contabili, società di revisione, organismi quali la Consob e Borsa Italiana per il nostro paese) o interni (collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, comitato per il controllo sulla gestione, comitato per il controllo interno, preposto al controllo interno, internal auditor, controller) ma comunque indipendenti dagli amministratori delegati e dal management; questo perché l'obiettivo del controllo consiste nel tutelare le attese degli stakeholder che non vogliono o non possono partecipare all'attività di direzione, né hanno la possibilità di esercitare direttamente un monitoraggio sulla gestione.

Ad ogni modo, non va dimenticato che l'attività di controllo serve all'azienda anche per minimizzare il rischio di incorrere in situazioni impreviste, che possono ostacolare il raggiungimento dei risultati desiderati: in tal senso è auspicabile la diffusione di sistemi di controllo interno, posti sotto la responsabilità del consiglio di amministrazione, ovvero del massimo organo istituzionale. Al riguardo si legge nel framework del CoSO sul controllo interno: «Senior executives have long sought ways to better control the enterprises they run. Internal controls are put in place to keep the company on course toward profitability goals and achievement of its mission, and to minimize surprises along the way. They enable management to deal with rapidly changing economic and competitive environments, shifting customer demands and priorities, and restructuring for future growth. Internal controls promote efficiency, reduce risk of asset loss, and help ensure the reliability of financial statements and compliance with laws and regulations». CoSO (1992), *Internal control – Integrated Framework. Executive Summary*.

Si ricorda che il CoSO, *Committee of Sponsoring Organizations* (o Commissione Treadway, dal nome del suo presidente), fu istituito all'inizio degli anni Novanta su iniziativa di alcune grandi associazioni professionali statunitensi, con lo scopo di elaborare un modello di riferimento per i sistemi di controllo interno che fosse scientificamente valido e che costituisse al contempo un'utile guida operativa per le imprese. L'autorevolezza dei promotori del modello (American Institute of Certified Public Accountants, American Accounting Association, The Institute of Internal Auditors, Institute of Management Accountants, Financial Executive Institute) ne ha favorito l'adozione in tutto il mondo.

²⁰ Le quattro tipologie sono analizzate da Blair M. M. (1995), *Ownership and Control*, The Brookings Institution, Washington, e successivamente riprese da Keasey K., Thompson S. e Wright M. (2001), "Introduction", *Corporate Governance. Economic, Management, and Financial Issues*, Oxford University Press, New York. Si veda inoltre Melis A. (1999), *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, Torino, p. 14 e ss.

Le quattro teorie presentano però anche un punto di contatto: tutte accolgono implicitamente la convinzione che il funzionamento dell'azienda e, soprattutto, dei suoi organi non possa essere vincolato in maniera definitiva all'interno di un sistema di contratti, come sostengono invece alcuni studiosi di economia ed organizzazione aziendale. Il motivo, facilmente intuibile, consiste nel fatto che non è possibile individuare in anticipo tutti i possibili comportamenti e le decisioni che i dirigenti potranno assumere nell'esercizio del proprio mandato; di conseguenza agli interlocutori aziendali non è concesso di tutelarsi appieno, in via preventiva, contro i danni che potrebbero subire interagendo con l'azienda. Per questo si rendono necessarie delle misure in grado di allineare gli interessi della dirigenza e delle controparti, misure che differiscono nei quattro modelli sopra elencati a seconda degli stakeholder i cui interessi sono considerati prioritari.

In generale si può osservare che più di un modello si concentra sulla contrapposizione tra azionisti e management nelle public company, prendendo le mosse dalla separazione tra proprietà e controllo. Nel rapporto tra amministratori esecutivi e azionisti, le teorie in oggetto individuano i caratteri tipici delle relazioni di agenzia in cui il principale (in questo caso l'azionista) conferisce risorse all'agente (qui rappresentato dal management), affinché questi operi per suo conto. In concreto, ciò significa che gli amministratori devono perseguire la soddisfazione degli azionisti i quali, essendo visti come i soggetti più deboli nella relazione, vanno adeguatamente tutelati mediante la corporate governance. Infatti, gli azionisti considerano l'acquisto dei titoli di una public company come una pura forma di investimento del risparmio, da smobilizzare in tempi rapidi e trasferire ad altre aziende in funzione dell'andamento delle quotazioni. Tale atteggiamento porta gli azionisti a curarsi esclusivamente del valore del titolo, a disinteressarsi completamente della gestione e a trascurare l'esercizio del controllo per non sostenere costi sproporzionati rispetto ai benefici, come già ricordato. Di conseguenza, il management dispone di un'ampia libertà d'azione, oltre che di un articolato sistema di informazioni sconosciute ai soci, e può avvertire così l'incentivo a ricercare un vantaggio privato²¹, dato che le probabilità di essere scoperto sono ridotte e vista

²¹ L'incentivo dell'agente a tradire l'impegno preso nei confronti del principale è definito *moral hazard*. Per approfondimenti sulla teoria dell'agenzia si rinvia tra gli altri a: Milgrom P. e Roberts J. (1994), "Moral hazard e incentivi", in Milgrom P. e Roberts J., *Economia, organizzazione e management*, il Mulino, Bologna.

anche la scarsa competenza dei soci nell'individuare i segnali del perseguimento di un interesse personale.

Il primo modello che si rifà alla teoria dell'agenzia è noto come “*finance model*” e assume l'ipotesi forte dell'esistenza di un mercato perfetto – di ispirazione neoclassica – dotato di meccanismi di autoregolamentazione che si attivano nel caso in cui si siano manifestate delle inefficienze nel mercato stesso: in altri termini, non serve alcun intervento esterno (del legislatore, di organismi per la supervisione dei mercati, ecc.) per garantire la soddisfazione degli azionisti, ossia la massimizzazione del valore delle azioni.

Nel *finance model* è dunque il mercato che risolve il problema di agenzia tra azionisti e manager, eliminando il rischio che il management persegua finalità diverse dalla massimizzazione del corso del titolo. Anche per gli amministratori esecutivi, infatti, un valore di mercato elevato è assai vantaggioso, perché:

- ostacola le scalate ostili esterne che potrebbero avere luogo in concomitanza con una sottovalutazione delle azioni²²; di conseguenza, protegge il management dal rischio di essere sostituito in seguito all'ingresso di una nuova proprietà, anche se in realtà un cambio ai vertici aziendali potrebbe essere desiderabile per un'evoluzione positiva della gestione;
- segnala l'abilità e l'accortezza dei dirigenti, che rafforzano così la propria posizione in azienda e migliorano la propria reputazione nel mercato del lavoro manageriale;
- agisce positivamente sulla remunerazione complessiva del manager, nel caso in cui l'impresa lo abbia reso anche azionista mediante lo strumento delle stock option, per concentrarne l'attenzione sul valore di mercato del titolo.

In sintesi, secondo il *finance model* la contrapposizione di interessi tra azionisti e manager viene automaticamente annullata, operando in un mercato perfetto e facendo ricorso alle stock option. Pertanto, non si rende necessario il ricorso a strumenti di controllo (interno o esterno) diretti a vincolare l'azione degli amministratori in una direzione favorevole per la proprietà.

²² Le scalate esterne sono peraltro facilitate dalla disponibilità degli azionisti-risparmiatori a cedere i propri titoli per realizzare un capital gain, prima che questo si riduca o venga meno per effetto di un andamento decrescente della quotazione.

In risposta al modello presentato, i sostenitori del “*myopic market model*” negano che la soddisfazione degli azionisti coincida con la massimizzazione del valore di mercato del titolo. Il modello si basa, infatti, sulla realistica ipotesi di un mercato imperfetto e, più precisamente, miope. Si tratta di un mercato in cui gli azionisti hanno una conoscenza incompleta dell’azienda e tendono a valutare la performance del management in base al valore delle azioni, unico parametro a loro disposizione. Tuttavia, nemmeno il mercato riesce ad acquisire tutte le informazioni necessarie per esprimere una valutazione veritiera e attendibile dell’attività aziendale. Un difetto di comunicazione da parte dell’azienda ostacola la raccolta di informazioni sugli investimenti che potrebbero essere realizzati nel medio-lungo periodo e sui risultati da essi attesi. Pertanto, il mercato attribuisce agli investimenti un valore relativamente basso, che finisce con il ripercuotersi sulle quotazioni.

Un impatto analogo si può verificare a causa della naturale riduzione del reddito nel breve periodo, come effetto corrente delle strategie di investimento. Infatti, l’impresa si trova a sostenere ammortamenti elevati, che costituiscono la quota di costo annuale derivante dagli impieghi in immobilizzazioni materiali ed immateriali connessi alle linee di sviluppo intraprese. In attesa che si verifichi un incremento del fatturato come conseguenza delle nuove attività avviate, l’impresa subisce generalmente un contenimento del reddito, che agisce negativamente anche sull’andamento in borsa del titolo azionario.

Di fronte a simili eventualità, il modello teorico afferma che i manager sono costretti ad adottare la prospettiva di breve periodo imposta dal mercato finanziario, rinunciando ad investire²³: è evidente che una scelta di questo tipo non può che deprimere il valore economico dell’impresa nel lungo andare e ciò non giova né agli azionisti, né all’azienda, né al sistema economico in generale. L’unico vantaggio del modello sembra consistere nel riconoscimento che gli amministratori esecutivi non abbiano colpe, attribuibili tutte alla miopia del mercato finanziario.

Come soluzione alla miopia del mercato, i sostenitori del modello propongono allora che il management sia lasciato libero di perseguire lo sviluppo dell’azienda con un

²³ Come osservato in Keasey K., Thompson S. e Wright M. (2001), “Introduction”, *Corporate Governance. Economic, Management, and Financial Issues*, Oxford University Press, New York, p. 6, un elevato costo del denaro penalizza ulteriormente la già scarsa propensione ad investire.

orientamento al medio-lungo termine²⁴ e sia sostenuto, in questo obiettivo, da un sistema di regole che rendano più stabile la struttura proprietaria e favoriscano la partecipazione attiva degli azionisti nei processi di governo e di controllo. Più precisamente, sarebbero opportuni due tipi di interventi:

- uno essenzialmente economico;
- un altro di carattere strutturale e direttamente collegato alle regole di governo societario.

L'intervento di carattere economico è finalizzato ad imporre agli azionisti un costo per l'uscita dalla compagine azionaria: secondo i sostenitori del *myopic market model* potrebbe trattarsi di un onere fiscale sulla compravendita di titoli²⁵. La prospettiva del sacrificio economico riuscirebbe probabilmente a prolungare la durata dell'investimento nell'impresa e a favorire l'assunzione di un orientamento di lungo termine, condivisa dagli amministratori – messi ora nella condizione di poter effettuare investimenti produttivi – e dalla proprietà. In altri termini, si realizzerebbe un allineamento degli interessi dei due gruppi, anche se per certi versi forzato.

L'intervento strutturale attiene, invece, ad una modifica sostanziale degli assetti proprietari e delle regole di funzionamento degli organi aziendali. Al riguardo, il modello suggerisce che sia ampliato il potere degli “azionisti di lungo termine” al fine di renderli più attivi e interessati alla crescita dell'impresa nel tempo: nel complesso questi soci (individuabili principalmente negli investitori istituzionali) dovrebbero influenzare maggiormente le decisioni del management ed effettuare controlli più penetranti. Peraltro, in un orizzonte temporale lungo, tali controlli non apparirebbero neppure troppo costosi, perché i soci godrebbero effettivamente dei loro benefici ed i po-

²⁴ Per non fare eccessive pressioni sul management nel breve periodo, una parte della dottrina americana ha addirittura proposto di eliminare gli obblighi di rendicontazione trimestrale al mercato: al riguardo si veda Thurow L. C. (1988), “Let's Put Capitalists Back into Capitalism”, *Sloan Management Review*, 30, p. 70. Una simile soluzione produrrebbe tuttavia un'intollerabile trascuratezza nella comunicazione economico-finanziaria e ridurrebbe ulteriormente le possibilità di controllo degli azionisti nei confronti dei manager. Si rischierebbe così di passare da una situazione di miopia del mercato ad una di abuso di potere da parte del management.

Un'ulteriore conseguenza colpirebbe la capacità dei prezzi di borsa di riflettere il reale valore economico della società: la mancanza di informazioni al mercato porterebbe a quotazioni scarsamente collegate alle scelte di governo intraprese, ai risultati in corso di formazione e alle prospettive future di sviluppo della gestione.

²⁵ Un meccanismo alternativo a quello tributario potrebbe prevedere un incentivo per l'investitore che si impegni a rimanere azionista della società per periodi di tempo relativamente lunghi. Tale obiettivo può essere perseguito, ad esempio, assegnando azioni gratuite a chi conservi le proprie per una durata minima prestabilita.

teri più pervasivi li ricompenserebbero dell'impossibilità di abbandonare l'azienda senza costi. Per gli "azionisti di breve periodo", al contrario, potrebbe essere introdotta una limitazione del diritto di voto.

Un suggerimento importante offerto dal modello riguarda la possibilità di far entrare stabilmente nella compagine azionaria i soggetti che, più di tutti gli altri, traggono vantaggio dalla durabilità dell'impresa: gli amministratori, i dirigenti e l'organismo personale. A prima vista, sembra comparire qui una nuova attenzione per una categoria di stakeholder diversa dagli azionisti, ovvero quella dei prestatori di lavoro; tuttavia, va rimarcato che la loro partecipazione alla vita societaria sarebbe vincolata alla detenzione di titoli azionari e di fatto essi sarebbero tutelati soltanto perché azionisti. Ad ogni modo, accogliendo questa proposta si avrebbe una convergenza degli sforzi verso una finalità condivisa, i cui effetti sarebbero assai più desiderabili del puro incentivo a massimizzare il valore delle azioni, perseguito con le stock option nel *finance model*.

Un terzo modello che cerca di spiegare l'origine e la possibile soluzione dei problemi relativi alla corporate governance è quello che mette in evidenza l'abuso di potere da parte degli amministratori esecutivi (*abuse of executive power model*). Ancora una volta l'attenzione è rivolta alle grandi aziende a proprietà diffusa, in cui si verifica una notevole asimmetria informativa e, soprattutto, di potere tra i soggetti preposti al governo economico e i conferenti capitale di rischio: in sostanza, anche il modello in questione si concentra sulla necessità di garantire una concreta tutela agli azionisti, mentre non considera gli altri stakeholder.

Il modello sottolinea come la frammentazione della proprietà favorisca di fatto gli amministratori delegati, poiché gli azionisti preferiscono evitare di sostenere costi di monitoraggio. In una situazione simile, gli amministratori esecutivi acquisiscono un'autonomia crescente e si distaccano sempre più dall'assemblea dei soci, il cui ruolo è assolutamente formale²⁶.

²⁶ Il concetto è affermato anche da Zappa nelle *Produzioni*: «Nelle imprese pertinenti a società per azioni il controllo non sempre è esercitato direttamente o indirettamente dagli azionisti, adunati in assemblea generale e deliberanti nelle maggioranze di legge. In altre parole, la proprietà o il capitale, che sopporta di solito il massimo rischio patrimoniale dell'amministrazione di azienda, quando va disgiunto dal concreto potere di controllo, non può spesso conseguire i profitti di esercizio che in una misura da altri determinata, la quale sfugge non di rado a ogni possibilità di efficace riscontro». Zappa G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, tomo primo, Giuffrè, Milano, p. 89.

La stessa possibilità di collegare il compenso dell'alta direzione all'andamento del titolo – suggerita dal *finance model* per allineare gli interessi di azionisti e manager – pare poco convincente, in quanto i fatti dimostrano che la remunerazione degli amministratori può aumentare anche quando le quotazioni subiscono una flessione.

La soluzione più efficace pare essere, invece, la nomina di amministratori indipendenti non esecutivi, ai quali conferire poteri di controllo sull'attività svolta e sul comportamento assunto dagli amministratori esecutivi. In sostanza, del consiglio di amministrazione devono far parte soggetti dotati di piena autonomia di giudizio, che con il proprio intervento spingano il management ad agire con correttezza ed onestà, senza approfittare della posizione di vertice ricoperta nell'impresa²⁷.

Nello *stakeholder model* non esiste, diversamente dai tre modelli precedenti, una categoria privilegiata di portatori di interessi²⁸. Si afferma infatti che l'azienda è investita della responsabilità di generare valore per tutti i suoi interlocutori, avendo ricevuto da ciascuno di essi una specifica risorsa.

Lo sviluppo equilibrato dell'azienda non può prescindere, indubbiamente, dal contributo dei soggetti che detengono le risorse necessarie per lo svolgimento delle attività e, quindi, per la produzione dei risultati. Allo stesso modo, tali risultati vanno ripartiti tra tutti coloro che hanno permesso il loro ottenimento, partecipando in una certa misura al rischio aziendale indipendentemente dall'effettivo grado di coinvolgimento nella gestione: al riguardo, è fondamentale che la condivisione della ricchezza generata sia equa, ovvero tenga nel giusto conto tanto il sacrificio e il rischio sopportati dai

²⁷ Sulla base dei modelli teorici che prendono in considerazione la separazione tra proprietà e governo, si può osservare che gli scandali finanziari verificatisi negli ultimi anni negli Stati Uniti e in Europa sono chiaramente collegabili a situazioni di abuso di potere da parte degli amministratori esecutivi e di miopia del mercato azionario. Ad esempio i casi Enron, Worldcom, Cirio e Parmalat costituiscono frodi da “strapotere decisionale”, mentre il caso Vivendi rappresenta una frode da “performance stress”, ossia pressione sui risultati di breve periodo. Per approfondimenti si rinvia a: Fiori G. e Tiscini R. (2005), *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informazione aziendale*, FrancoAngeli, Milano, p. 73 e ss.; Sanguinetti A. e Costanzo P. (2003), *Il governo delle società in Italia e in Europa*, Egea, Milano, p. 18.

²⁸ Lo *stakeholder model* discende dalla teoria degli stakeholder, formulata da Freeman. L'Autore definisce gli stakeholder come «any group or individual who can affect, or is affected by, the achievement of a corporation's purpose». Freeman R. E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Marshfield Mass., p. 46. È tuttavia solo il caso di ricordare che la letteratura economico-aziendale italiana riconosceva già da tempo l'importanza delle relazioni con tutti gli stakeholder per il successo dell'impresa.

vari soggetti, quanto le rispettive attese²⁹. D'altra parte, la durabilità dell'impresa nel tempo sarebbe messa in discussione se questa non riuscisse ad appagare le aspettative dei propri interlocutori, che deciderebbero probabilmente di abbandonarla a vantaggio di altri istituti.

Non è difficile osservare come gli elementi di base dello *stakeholder model* siano perfettamente riscontrabili nei principi fondamentali dell'economia aziendale e siano oggi accolti con consapevolezza nella legislazione, nelle regolamentazioni e nei codici di autodisciplina di tutti i sistemi economici avanzati. È ormai diffusa la convinzione che l'efficacia aziendale sia inscindibilmente correlata alla creazione di relazioni costruttive con tutti gli interlocutori sociali, agevolate dall'adozione di un'etica di comportamento apprezzabile e dalla diffusione di messaggi trasparenti e chiari, che evitino la formazione di intollerabili asimmetrie informative a danno degli stakeholder o di alcuni di essi.

Si afferma dunque una nuova visione della corporate governance, in cui l'ottimizzazione dei risultati passa attraverso la comprensione ed il soddisfacimento di una pluralità di attese³⁰, che si estendono dalla dimensione economica agli ambiti competitivo, sociale ed ambientale³¹. Parallelamente, aumenta la pressione a dare effettiva tutela ad interessi in passato trascurati o addirittura ignorati dalle imprese, tipicamente di carattere ambientale e sociale: si pensi alla lotta all'inquinamento e alla conservazione del patrimonio naturale, alla protezione della salute dei consumatori o,

²⁹ Il sistema di governance americano, orientato a proteggere gli shareholder, si rivela di fatto assai fragile, poiché rischia di scoraggiare la collaborazione degli altri stakeholder. Sul tema si veda Blair M. (1995), *Ownership and Control*, The Brookings Institution, Washington, p. 115.

³⁰ Il concetto è ben sintetizzato da Sicca: «Questo approccio al problema del soddisfacimento delle esigenze di tutti coloro che, direttamente o indirettamente, traggono vantaggio da, o sostengono i costi relativi all'attività dell'azienda non costituisce certamente una novità nei nostri studi; ma porre l'attenzione agli stakeholder in sede di definizione della strategia significa ammettere che la responsabilità di chi gestisce l'impresa "supera di molto la massimizzazione della ricchezza degli azionisti"». Sicca L. (1992), "Alcune considerazioni sul metodo per una revisione dei principi dell'economia aziendale", *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 2, giugno, p. 29.

³¹ Riflettendo sulla responsabilità sociale dell'azienda, Terzani osserva che «si è sempre più consolidata la convinzione che fine ultimo di una combinazione non è solo conseguire quel risultato, quanto, piuttosto, arrivare a una posizione di equilibrio tra esigenze interne e spinte esterne. Da ciò discende che, al contrario del passato, la gestione di un'attività economica è anche un problema sociale. In concreto, tutte le volte che si eseguono le usuali operazioni di gestione vengono assunte decisioni che hanno indubbi riflessi nel campo sociale: pertanto è legittimo il diritto della società ad essere informata circa gli effetti delle politiche aziendali o, almeno, di quelle che la riguardano più da vicino». Terzani S. (1984), "Responsabilità sociale dell'azienda", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 7-8, luglio-agosto, p. 287.

ancora, al sostegno di iniziative per la scolarizzazione e lo sviluppo economico dei paesi poveri nel rispetto dei diritti dei lavoratori.

Come già ricordato, l'apprezzamento delle attese interne ed esterne non può costituire un fenomeno isolato o fine a se stesso. Viceversa, deve sistematicamente guidare i processi di fissazione degli obiettivi strategici e la relativa trasposizione nelle scelte di breve periodo e nei comportamenti effettivi. Ancora, gli organi di governance sono chiamati a sviluppare e diffondere in tutta l'organizzazione, con il supporto del management, l'orientamento alla soddisfazione degli stakeholder secondo una logica di contemperamento degli interessi e di vantaggio reciproco che l'azienda e tutti gli interlocutori possono congiuntamente ottenere interagendo tra di loro³².

La gestione del consenso degli stakeholder costituisce, d'altra parte, l'elemento fondante per la durabilità aziendale e dipende sia dalla coerenza tra le attese e i risultati, sia dalle modalità con cui questi ultimi sono stati prodotti. In altri termini, gli stakeholder attribuiscono sempre più importanza alla correttezza e all'equità con cui si deve svolgere la gestione, pretendendo di essere adeguatamente informati per poter esprimere una valutazione articolata sull'attività aziendale, che vada al di là di meri parametri economici o delle considerazioni sui caratteri tangibili dell'offerta commerciale.

La capacità di offrire prodotti in linea con i bisogni e le preferenze dei clienti resta, tuttavia, una insostituibile condizione di successo competitivo³³, che riveste un ruolo

³² Ad esempio, nel 1997 il Progetto Corporate Governance per l'Italia, promosso da PricewaterhouseCoopers, si proponeva di contribuire alla nascita di «una nuova “democrazia” del governo aziendale, nella quale non soltanto tutti gli azionisti, piccoli o grandi, ma anche tutti i soggetti interessati, sia interni all'azienda (personale, dirigenti, CdA, ecc.) che esterni, costituiscono nuovi “cittadini”, aventi diritti e doveri, in una logica vantaggiosa in cui tutti “vincono” perché l'azienda ha successo». Cfr.: PricewaterhouseCoopers (1997), *Lineamenti di Corporate Governance*, p. 2.

³³ Per approfondimenti si rinvia a Salvioni D. M. (2003), “Corporate governance e responsabilità d'impresa”, *Symphony. Emerging Issues in Management*, n. 1, dove si afferma che «La creazione dei presupposti di durevole successo competitivo è significativamente influenzata da una positiva assunzione di responsabilità nei confronti dei clienti potenziali. In tal senso, risultano essenziali: una comunicazione commerciale aderente alla realtà, chiara e comprensibile; una qualità di prodotto/servizio coerente con i bisogni che si promette di soddisfare; l'istituzione di servizi, nel caso in cui risultino necessari, di supporto alla clientela; lo sviluppo di consistenti capacità di innovazione e di adattamento ai mutevoli bisogni espressi dal mercato; l'assunzione di comportamenti equi [...]».

La centralità delle relazioni con i clienti è affermata anche da Airoldi: «Consideriamo il caso dei clienti; l'impresa deve essere governata anche in favore dei clienti, ossia prestando grande attenzione alle attese (funzioni, qualità, prezzi, volumi, tempi, etc. dei beni domandati) dei clienti attuali e potenziali ed alle relazioni sociali (immagine, fiducia, fedeltà, etc.) con gli stessi. Solo con un forte orientamento ai clienti l'attività economica dell'impresa produrrà remunerazioni soddisfacenti per i membri del soggetto economico. In altri termini, il fine economico primario dell'impresa di produrre remunerazioni per il soggetto economico non è in contraddizione con il “fine” di soddisfare le attese dei clienti». Airoldi G., Brunetti G. e Coda V. (1994), *Economia aziendale*, il Mulino, Bologna, p. 108.

primario per l'efficacia globale della gestione. Infatti, il mantenimento di solide relazioni commerciali permette all'azienda di ricostituire i fattori impiegati nell'attività, poiché favorisce il rientro di risorse grazie al ciclo di vendita. Ciò agevola l'adempimento delle obbligazioni nei confronti di dipendenti, fornitori e finanziatori e contribuisce sensibilmente a soddisfarne le attese.

La formazione di un margine positivo tra ricavi e costi pone altresì le basi per la remunerazione del capitale di rischio e per il potenziamento del patrimonio aziendale; in questo modo aumentano le garanzie per i terzi e l'attrattiva dell'azienda nei confronti di ulteriori risorse.

Gli inscindibili legami tra successo sociale, competitivo ed economico mettono in forte discussione i presupposti e le soluzioni ai problemi di governance suggerite nei modelli orientati agli shareholder. In particolare, è interessante ripercorrere le diverse teorie alla luce dei meccanismi mediante i quali si raggiunge il contemperamento degli interessi (Figura 1.2).

I meccanismi in oggetto possono essere distinti in:

- a) automatici, in presenza di un mercato perfetto che si regola da sé;
- b) organizzati, quando la loro attivazione richiede un concreto intervento del legislatore o di un'altra autorità esterna all'impresa, oppure un atteggiamento propositivo da parte dei massimi organi aziendali.

Le vicende che, negli ultimi anni, hanno coinvolto numerose società quotate hanno apertamente manifestato i difetti del *finance model*, contribuendo a diffondere l'opinione che il mercato finanziario, per quanto evoluto, non riesca ad assicurare la tutela degli azionisti tramite meccanismi di autoregolazione. Il suo fallimento provoca altresì gravi ripercussioni sugli altri interlocutori aziendali, le cui scelte sono state guidate anche dal presunto potere segnaletico delle quotazioni in relazione alla solidità e alle strategie dell'impresa.

Figura 1.2 – Le soluzioni al problema della corporate governance secondo le diverse posizioni teoriche

INTERESSIDA TUTELARE	Solo degli shareholder	<p>Finance model Autoregolazione del mercato, che porta il management a massimizzare la quotazione per:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ proteggersi da scalate ostili; ➤ acquisire prestigio; ➤ migliorare la propria remunerazione complessiva (in presenza di stock option). 	<p>Myopic market model Diffusione di un orientamento al medio-lungo termine, mediante l'introduzione di:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ ostacoli alla cessione delle azioni; ➤ più penetranti diritti di partecipazione e controllo agli azionisti di lungo periodo. <p>Abuse of executive power model Nomina di amministratori indipendenti non esecutivi con poteri di controllo nei confronti degli amministratori esecutivi.</p>
	Di tutti gli stakeholder		<p>Stakeholder model Individuazione delle attese riposte nell'azienda da parte di tutti gli interlocutori sociali e relativa trasposizione negli obiettivi di lungo e breve termine. Sistematico confronto con l'ambiente e attivazione di processi di comunicazione chiari, veritieri e frequenti, finalizzati a:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ generare fiducia; ➤ acquisire consensi grazie a trasparenza e persuasione.
		Automatici	Organizzati
MECCANISMI PER IL CONTEMPERAMENTO DEGLI INTERESSI CONFLUENTI IN AZIENDA			

Si fa strada pertanto la convinzione che la corretta soddisfazione delle attese convergenti nell'impresa debba fare affidamento su meccanismi appositamente ricercati e sviluppati. Di fatto il superamento della miopia del mercato e l'eliminazione dell'abuso di potere degli amministratori esecutivi sono essenzialmente collegati, nei rispettivi modelli, a cambiamenti nella struttura di governo per effetto di provvedimenti esterni assunti dal legislatore:

- nel primo caso, quest'ultimo dovrebbe stabilire una differente ripartizione dei diritti di partecipazione e controllo tra azionisti di breve e di lungo periodo;
- nel secondo caso, l'autorità dovrebbe imporre la presenza di amministratori indipendenti non esecutivi nei consigli di amministrazione, per monitorare l'operato dei membri investiti di deleghe operative: si tratta di una soluzione ormai adottata da diversi paesi, compreso il nostro.

Le misure qui considerate rischiano però di risultare poco efficaci se non sono accompagnate da un cambiamento culturale profondo e condiviso da tutti i componenti

degli organi di governo, improntato: da un lato, a riconoscere la responsabilità economica e sociale dell'azienda nei confronti dei suoi interlocutori; dall'altro lato, a raggiungere una sostanziale apertura verso l'ambiente, in modo da istituire rapporti collaborativi efficaci. In questo senso, la persuasione e la comunicazione bidirezionale (da e verso l'impresa) tipiche dello *stakeholder model* costituiscono strumenti importanti per coltivare un dialogo duraturo con le diverse controparti e per realizzare un effettivo avvicinamento tra l'impresa e gli attori sociali: tutto questo, in una logica di ricerca congiunta del benessere per periodi di tempo non brevi.

Le considerazioni formulate sui vari modelli interpretativi portano a riflettere in conclusione sull'importanza dell'attività di governance nelle diverse tipologie aziendali.

In effetti, si è osservato un progressivo allargamento delle finalità della governance dalla tutela degli azionisti, in particolare di minoranza, alla ricerca di modalità interattive ottimali con tutti gli stakeholder: gli stessi provvedimenti normativi si sono evoluti in questa direzione³⁴. Di conseguenza, la corporate governance dovrebbe trovare una valida attuazione in tutte le aziende, indipendentemente dalla natura giuridica e dalla dimensione delle stesse: in altri termini, l'esigenza di definire e mettere in pratica indirizzi di governo improntati al simultaneo raggiungimento di finalità economiche, competitive e socio-ambientali in linea con le attese degli interlocutori, configura una condizione primaria per l'affermazione di qualunque azienda nell'ambiente.

Certamente non si può trascurare il fatto che le performance delle società per azioni quotate – al centro dei primi studi sulla corporate governance – possano influenzare sensibilmente l'evoluzione del sistema economico, sia direttamente sia indirettamente,

³⁴ L'abbandono delle posizioni più radicali riconducibili alla *shareholder view* è riscontrabile anche nella disciplina statunitense in materia di corporate governance. Negli anni Ottanta, ad esempio, l'American Law Institute cercò di proporre un complesso di principi di corporate governance che, in una prima formulazione, erano esplicitamente rivolti a massimizzare il valore per gli azionisti e a rafforzare la posizione. Tuttavia, la versione definitiva del documento suggeriva che le imprese donassero risorse per scopi filantropici ed umanitari, pur mantenendo una visione fortemente orientata alla tutela degli shareholder. In quest'ottica, gli altri portatori di interessi erano ritenuti una sorta di antagonisti, da prendere in considerazione soltanto se avessero costituito un ostacolo alla piena soddisfazione dei soci.

Ad ogni modo, negli stessi anni oltre la metà degli stati americani promulgarono leggi con un'impostazione di fondo ben diversa, che autorizzava e in certi casi imponeva agli amministratori di perseguire il "miglior interesse dell'impresa" vista come un'unica entità in cui confluiscono le attese di azionisti, lavoratori, creditori, fornitori, comunità d'appartenenza.

Per approfondimenti si rinvia a Blair M. M. (1995), *Ownership and Control*, The Brookings Institution, Washington, pp. 217-219.

contribuendo a sviluppare un clima di fiducia o di sfiducia verso il complesso degli operatori. A ciò si aggiungono le conseguenze sulla struttura patrimoniale dei piccoli azionisti (ed obbligazionisti), che investono nell'impresa il proprio risparmio e che possono a buon motivo essere considerati meritevoli di una speciale tutela.

Nell'insieme, il tema della corporate governance nelle grandi imprese a proprietà diffusa sembra perciò meritare tutta l'attenzione che gli è riservata, tanto in ambito legislativo e regolamentare, quanto in sede di studio; ciononostante non sarebbe corretto ignorare la sua rilevanza nelle società a proprietà chiusa, nelle imprese individuali, nelle aziende composte pubbliche e in quelle non profit. Sulla base di quanto è stato precedentemente illustrato, si può affermare con sicurezza che tutte le aziende avvertono l'esigenza e la convenienza ad interagire positivamente con gli stakeholder: proprio per questo motivo è importante rimarcare che l'attività di governance persegue l'obiettivo di ottimizzare le relazioni tra l'azienda e l'ambiente, affinché si realizzi una perfetta sintonia tra il successo della prima e il benessere del secondo.

Da ultimo, pare quindi opportuno assumere un concetto ampio di corporate governance: è importante superarne la traduzione letterale come "governo societario", per estenderne la nozione e l'applicabilità a qualsiasi organizzazione economica (anche se, in questo scritto, si farà riferimento prevalentemente alle imprese). Adottando tale prospettiva, l'espressione corporate governance diviene sinonimo di "governo aziendale".

1.3. Le dimensioni qualificanti la corporate governance

Si è finora osservato che, per essere efficace e per riuscire ad acquisire una posizione favorevole nell'ambiente, l'azienda deve dotarsi di un complesso di regole, di strutture e di processi che le permettano di interagire positivamente con i suoi interlocutori. Tale sistema di governo tende a presentare una focalizzazione globale, partendo dai vertici aziendali ed investendo verticalmente l'intera organizzazione, per orientare tutti i processi ed i comportamenti verso l'efficacia complessiva della gestione.

La corporate governance (o governo economico dell'impresa) dovrebbe inoltre enfatizzare i fattori da cui dipende la funzionalità duratura dell'istituto, ovvero:

- la ricerca di un equilibrio stabile e virtuoso tra gli interessi convergenti nell'azienda (istituzionali e non istituzionali, economici e non economici)³⁵;
- l'integrità comportamentale e il rispetto della legge, ossia le condizioni primarie che qualificano l'immagine aziendale e dalle quali discendono l'apprezzamento e la fiducia degli stakeholder;
- una chiara suddivisione dei poteri e delle responsabilità di amministrazione e controllo;
- il corretto svolgimento dei processi decisionali e operativi;
- l'accountability e la diffusione di informazioni sulle attività, gli obiettivi e i risultati, sui rischi e sull'impatto sociale ed ambientale della gestione;
- l'adozione di opportuni meccanismi e procedure di controllo, tesi a verificare il rispetto di prefissati vincoli interni ed esterni posti a salvaguardia di efficacia ed efficienza della gestione, integrità del patrimonio aziendale, veridicità e completezza della comunicazione economico-finanziaria, contenimento e gestione dei rischi, affinché l'azienda non rechi danno né a chi ha conferito le risorse e attende una remunerazione, né a chi potrebbe instaurare relazioni in futuro, né alla collettività in generale.

La corporate governance può dunque essere considerata un'impostazione di fondo che si prefigge di contribuire al raggiungimento delle finalità aziendali intervenendo nelle seguenti dimensioni³⁶, tra loro strettamente interconnesse:

³⁵ È Masini a distinguere tra interessi economici e non economici, istituzionali e non istituzionali. Si legge infatti in *Lavoro e risparmio*: «Nell'istituto convergono "interessi economici", quelli che caratterizzano immediatamente l'azienda, e "interessi di altra specie" che si possono considerare condizioni per l'azienda, e che tra l'altro conferiscono qualità e peso agli stessi interessi economici.

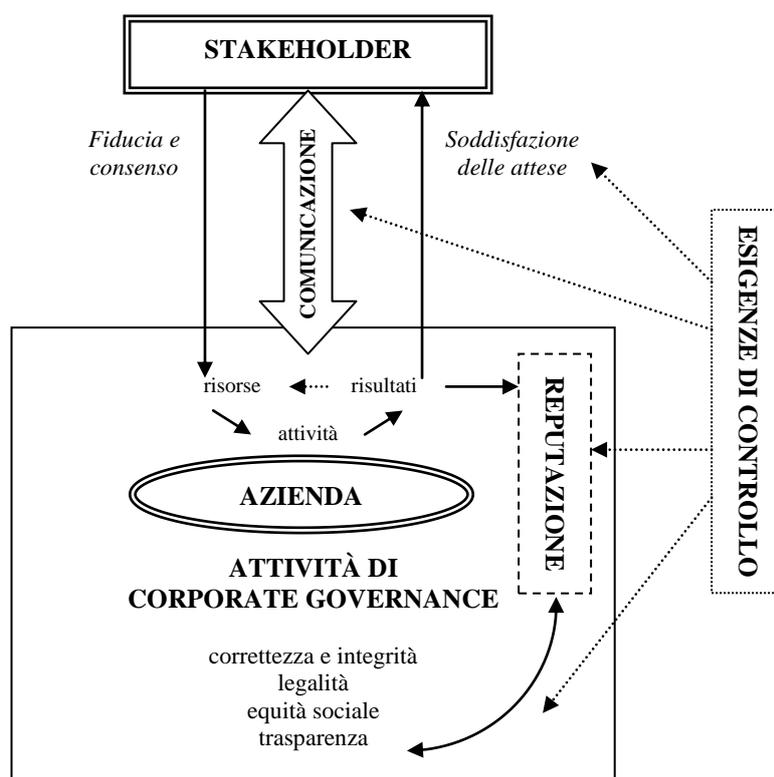
Interessi economici diversi e di differenti persone, per essere soddisfatti con date modalità proprie di ciascuno, nell'economia moderna devono unirsi in modo complementare in un istituto e dar vita all'azienda; essi perciò si costituiscono in "comunità di interessi pertinenti a persone diverse" e dal "continuo svolgimento dell'azienda" traggono il caratteristico "bene comune" delle persone cui ineriscono, cioè il soddisfacimento degli interessi medesimi in un modo che altrimenti non potrebbe essere conseguito. Tali "interessi economici" sono denominati "istituzionali" per i seguenti motivi: le persone cui sono pertinenti si legano nell'istituto in "società" o "comunità"; per essi ha diretto nesso l'esistere dell'istituto, quindi dell'azienda; il loro soddisfacimento è possibile se considerato "bene ad essi comune o della comunità" [...].

Tutti gli altri "interessi economici" che convergono nell'azienda non sono istituzionali (sono detti con altra espressione: interessi economici "esterni" alla comunità).

Il soddisfacimento degli interessi economici istituzionali [...] è *fine immediato dell'azienda*; gli "interessi economici non istituzionali" nei riguardi dell'azienda sono condizioni di svolgimento della sua economia». Masini C. (1970), *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino, p. 27.

1. l'equa soddisfazione degli interessi discendenti dall'interazione con l'ambiente, già ampiamente trattata;
2. la reputazione;
3. la comunicazione istituzionale rivolta agli stakeholder;
4. il controllo.

Figura 1.3 – Le dimensioni rilevanti della corporate governance



³⁶ Le quattro “chiavi di lettura” della corporate governance sono suggerite, anche se in un ordine differente, da Favotto F. (2002), in Zei R. e Taverna A. (a cura di), *La corporate governance tra interessi e valori*, Atti del Corporate Governance Forum di Roma, 5 luglio, p. 8 e ss.

Nel proprio intervento, lo studioso afferma in particolare che la corporate governance – così come il dibattito sulla tematica – si evolve attraverso diversi stadi. Da una prima fase in cui essa è intesa essenzialmente come sistema di controllo interno, basato sulla rigida definizione delle regole di funzionamento degli organi istituzionali, si passa ad un secondo momento nel quale prevale una componente immateriale, identificabile nella ricerca della buona reputazione dell'impresa. Successivamente l'attenzione si sposta sull'armonica composizione degli interessi degli shareholder e degli altri attori sociali, per arrivare ad un concetto di governance che rivaluta il ruolo della comunicazione integrata (di carattere economico-finanziario, socio-ambientale e inerente i rischi d'impresa) per la gestione del consenso esterno.

Come è rappresentato nella Figura 1.3, il governo aziendale deve focalizzarsi sugli interessi di tutti gli interlocutori sociali, che conferiscono risorse quando nutrono fiducia nell'impresa. Il raggiungimento di risultati coerenti con le attese dell'ambiente migliora la reputazione dell'azienda ed alimenta il consenso degli stakeholder, a patto che la gestione da cui discendono tali risultati si fondi sui principi di legalità, correttezza e integrità di comportamento dei vertici aziendali e garantisca l'equità sociale.

La comunicazione rivolta all'ambiente deve sostenere il circolo virtuoso appena descritto, ispirandosi a sani principi di trasparenza. L'efficacia di tale processo può altresì aumentare se esiste un pervasivo sistema di controllo, a tutti i livelli e su tutte le attività dell'organizzazione: esigenze di controllo si avvertono non solo sul grado di efficacia complessiva del sistema, ma anche sugli elementi specifici che lo condizionano. In particolare, è importante un monitoraggio approfondito sul rispetto dei principi fondanti della corporate governance (correttezza, onestà, regolare funzionamento degli organi, conformità alle procedure, ecc.), sull'evoluzione della reputazione dell'impresa e sulla qualità della comunicazione esterna, che dovrebbe offrire il giusto risalto alle tematiche di governo aziendale.

1.3.1. Corporate governance e reputazione

La reputazione costituisce la prima e fondamentale condizione per l'acquisizione di consensi e, dunque, per la durabilità dell'azienda nel lungo periodo.

Per reputazione si può intendere il giudizio che gli stakeholder maturano sulla capacità dell'istituto di soddisfare le loro attese e quelle di altri soggetti, mantenendo sia le promesse di carattere commerciale (in relazione a qualità e prezzo dei prodotti, servizi collaterali, ricerca ed innovazione, ecc.), sia quelle economico-finanziarie (adeguata remunerazione dei fattori produttivi e rispetto degli impegni di pagamento). Tale giudizio riflette sinteticamente la credibilità e l'affidabilità dell'azienda, nonché la legittimità delle sue azioni³⁷. Soprattutto nella fase iniziale del rapporto con un poten-

³⁷ Ravasi e Gabbioneta danno la seguente definizione di reputazione aziendale: «una rappresentazione collettiva delle azioni passate e delle prospettive future di un'impresa, che descrive come detentori di risorse critiche interpretano le proposte dell'impresa stessa e ne giudicano la capacità di soddisfare le loro attese». Per uno studio rigoroso delle variabili che influiscono maggiormente sulla reputazione di un'impresa, anche in relazione a diversi contesti nazionali, si rinvia a: Ravasi D. e Gabbioneta C.

ziale nuovo interlocutore, quando quest'ultimo non possiede ancora gli elementi per valutare autonomamente l'impresa, la sua reputazione positiva trasmette sicurezza e pone le basi per una proficua collaborazione.

La reputazione si forma per l'effetto combinato di diversi elementi³⁸:

- le esperienze dirette vissute dagli stakeholder interagendo con l'impresa;
- le manifestazioni concrete di comportamenti e situazioni delle quali l'azienda è protagonista, oppure che la interessano indirettamente;
- il complesso di informazioni sull'impresa a disposizione dell'ambiente.

Con riferimento al primo aspetto, è indiscutibile che un interlocutore soddisfatto sia propenso a formulare e far conoscere un giudizio positivo sull'istituto con il quale è entrato in rapporto per i motivi più svariati: nel caso dei clienti, la soddisfazione dipende in genere dalle caratteristiche del prodotto o servizio acquistato, dalle modalità di consegna e dalle garanzie; per un fornitore conta soprattutto la tempestività di regolamento; i dipendenti prestano attenzione ai livelli retributivi e alla possibilità di fare carriera (o perlomeno alla garanzia di conservare il posto di lavoro); le banche si concentrano sul recupero dei capitali e sul pagamento degli interessi, verificando anche l'aderenza alle strategie che l'azienda aveva annunciato al momento della richiesta del prestito, strategie che avevano quindi contribuito a determinare il grado di rischiosità complessiva della sua gestione e pertanto il costo del finanziamento. Analoghe considerazioni possono essere proposte per gli altri stakeholder.

(2004), "Le componenti della reputazione aziendale. Indicazioni dalla ricerca RQ Italy", *Economia & Management*, n. 3, p. 77 e ss.

Un contributo più recente della stessa Scuola è fornito in Mazzola P. (2005), *Corporate Reputation on Financial Markets: Exploring Financial Analysts' Perceptions and Evaluations*, paper presentato all'EURAM presso la TUM Business School, 4-7 maggio. Il lavoro si concentra sullo sviluppo della reputazione dell'impresa presso due categorie di stakeholder: gli investitori istituzionali e gli analisti finanziari.

³⁸ Esistono evidenti relazioni tra l'immagine e la reputazione dell'impresa, come dimostra la definizione di immagine data da Coda: «identità percepita dell'impresa, ovvero [...] rappresentazione che l'impresa dà di sé agli occhi dei pubblici con cui viene in contatto».

L'Autore afferma inoltre: «L'immagine è una tipica variabile-livello (o variabile-stock) che si alimenta di certi flussi informativi e di certi vissuti personali ad essi associati ed influisce su atteggiamenti e comportamenti dei pubblici presso cui si forma [...]».

In sintesi, per il fatto stesso di esistere, l'impresa non solo comunica [...], ma proietta – al proprio esterno e al proprio interno – una certa immagine di sé che – positiva o negativa, forte o debole – influisce su atteggiamenti e comportamenti dei vari pubblici, riverberandosi sulle performances e sui comportamenti gestionali». Coda V. (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Giapichelli, Torino, pp. 14-16.

Una buona reputazione può aiutare l'azienda a superare le crisi che colpiscono il mercato, costituendo una riserva di fiducia almeno nel breve periodo: infatti, al verificarsi di un fatto negativo, gli attori sociali sono portati a non modificare immediatamente i giudizi che hanno maturato in passato, perché questo metterebbe in discussione il loro intero sistema di convinzioni e certezze. Quindi, l'impresa che è riuscita ad acquisire una reputazione apprezzabile può beneficiare di una certa protezione anche quando tende a diffondersi nell'ambiente un generale clima di sospetto e sfiducia a causa del comportamento disdicevole o dei risultati deludenti di altre organizzazioni economiche.

Tuttavia, non si può tralasciare che l'istituto è un insieme di persone. Il secondo fattore critico che contribuisce a formare la reputazione dell'impresa, come in precedenza ricordato, può pertanto essere ricondotto ai comportamenti tenuti dalle persone che compongono l'organizzazione d'impresa, alle loro decisioni, alle operazioni che hanno messo in atto e ai risultati che hanno saputo raggiungere. Si osservi altresì che i giudizi risentono più frequentemente degli eventi negativi che urtano la comune sensibilità, piuttosto che dei fatti positivi, poiché questi dovrebbero essere all'ordine del giorno. La reputazione di un'azienda – insieme al consenso e all'attrattiva esercitata sui detentori di risorse – peggiora sensibilmente alla notizia di uno scandalo che coinvolge il suo management, ad esempio per falsa comunicazione societaria o per distrazione di fondi; una volta che le autorità di vigilanza abbiano riscontrato una simile circostanza e i mezzi di informazione le abbiano dato rilevanza, per l'azienda diviene assai difficoltoso recuperare la fiducia persa, e questo anche in presenza di un marchio noto e di una lunga tradizione commerciale. Un'analoga situazione si può verificare se si diffonde la notizia (più o meno fondata) che l'impresa rilascia sostanze inquinanti, che viola gli accordi presi con i sindacati, che sta ritardando il pagamento degli interessi agli obbligazionisti, e così via. La criticità di simili comportamenti sulla reputazione dell'impresa è differente ed è determinata anche dalla generale sensibilità dell'ambiente per lo specifico evento, nonché dalla numerosità degli stakeholder che ne subiscono le conseguenze.

Infine, si è già lasciato intendere che un terzo fenomeno capace di orientare i giudizi degli stakeholder è costituito dalla comunicazione sull'impresa. A tale proposito la comunicazione deve essere considerata in senso ampio, fino a ricomprendere:

- da una parte, le informazioni elaborate e diffuse dai soggetti che hanno interagito in prima persona con l'azienda, o che la sottopongono ad analisi di vario tipo (analisti finanziari, società di rating, organismi per il funzionamento dei mercati borsistici, ma anche associazioni dei consumatori, università e centri di ricerca, ...);
- dall'altra parte, le informazioni che è l'impresa stessa a veicolare all'esterno, in via formale ed informale, in certi casi per influenzare gli interlocutori e in altre circostanze per rispondere alle istanze di trasparenza poste dalla comunità economica, dalla società in genere e dal legislatore.

È essenziale che i messaggi divulgati dall'azienda siano intrinsecamente coerenti con i fatti e i comportamenti, soprattutto se questi hanno avuto, o possono avere, visibilità nell'ambiente. La mancanza di coerenza farebbe sorgere delle perplessità negli interlocutori, che successivamente potrebbero mettere in discussione anche la veridicità di altre comunicazioni provenienti dall'impresa. Verrebbe così sminuita l'intera credibilità aziendale.

Per prevenire situazioni potenzialmente dannose alla reputazione aziendale, è certamente utile che siano adottate (o rafforzate) regole di condotta rigide per tutti coloro che agiscono per conto dell'impresa, che fanno parte dei suoi organi o che sono responsabili dei flussi informativi verso l'esterno. Inoltre, andrebbero chiaramente specificate le competenze attribuite a ciascun soggetto.

In altri termini, si tratta di delineare nello specifico il sistema di corporate governance, comprensivo dei poteri, delle correlate responsabilità e dei vincoli comportamentali su cui si regge il funzionamento dell'impresa. L'obiettivo consiste nel ridurre, per quanto possibile, il rischio di azioni devianti e indesiderate (se non addirittura illegali) da parte dei soggetti che compongono gli organi direttivi, affinché l'impresa possa durare nel tempo in piena armonia con l'ambiente, riscuotendo consensi.

Si osservi peraltro che la stessa definizione delle caratteristiche specifiche del modello di governance adottato – nell'esercizio dell'autonomia statutaria e pur sempre in conformità con i vincoli e i requisiti minimali stabiliti dal legislatore – può influenzare l'immagine dell'impresa ed il giudizio degli stakeholder. Si pensi al caso in cui l'assemblea dei soci, stabilendo per statuto la composizione dell'organo amministrativo, preveda un numero di membri indipendenti non esecutivi superiore agli obblighi di legge o regolamentari: poiché questi consiglieri sono tipicamente incaricati di veri-

ficare l'adeguatezza della struttura organizzativa, del sistema informativo-contabile e dei sistemi di controllo interno, la loro presenza massiccia è un segno ulteriore della volontà di operare secondo legittimità, onestà e trasparenza, perseguendo risultati favorevoli per tutti gli interlocutori aziendali.

Vista nella sua dimensione strutturale attinente agli organi istituzionali ed alle norme di direzione e controllo dell'azienda, la corporate governance pone dei limiti alla libertà d'azione dei vertici aziendali e contemporaneamente li rende responsabili delle scelte di fondo in tema di destinazione delle risorse, priorità d'intervento, strategie di comunicazione esterna e valutazione dei risultati raggiunti. Dal punto di vista processuale, la corporate governance si sostanzia poi nelle decisioni e nelle azioni che mirano a realizzare le condizioni di economicità ed efficacia globale, grazie alla selezione delle modalità ottimali per dare attuazione al circolo virtuoso che lega reputazione, consenso, ottenimento ed impiego di risorse, risultati raggiunti e soddisfazione delle attese³⁹.

1.3.2. Corporate governance e comunicazione esterna

Le scelte finalizzate a qualificare l'immagine aziendale devono trovare un opportuno completamento nella veicolazione di informazioni agli stakeholder.

Ad evidenza, è necessario offrire agli stakeholder un'adeguata informazione sull'impegno profuso per assicurare il corretto ed efficace funzionamento degli organi di governo e di controllo e per realizzare l'equa composizione degli interessi interni ed esterni. Si può affermare che la comunicazione, in particolare quella esterna, è essenziale per dare una valida attuazione all'attività di corporate governance: in effetti, la corporate governance è diretta a soddisfare le attese di una pluralità di soggetti e la comunicazione serve a far conoscere cosa è stato fatto, cosa si sta facendo e cosa si intende fare in futuro per non deludere le aspettative di chi ha mostrato approvazione nei confronti dell'impresa e delle sue strategie.

La realizzazione di una comunicazione completa, obiettiva e frequente trae origine in primo luogo dall'affermarsi di una profonda cultura della trasparenza. Purtroppo,

³⁹ La duplice natura della corporate governance, come struttura e come processo, è ripresa da Salvioni D. M. (2004) (a cura di), *Corporate governance, controllo di gestione e risorse immateriali*, FrancoAngeli, Milano, pp. 20-21.

però, in passato si è spesso assistito a situazioni di eccessiva riservatezza, caratterizzate dalla diffusione al pubblico di poche ed essenziali informazioni (in genere di natura strettamente economico-finanziaria ed obbligatoria), con un atteggiamento scarsamente imparziale che ha generato asimmetrie informative a vantaggio di taluni soggetti (tipicamente gli azionisti di maggioranza). In simili circostanze la comunicazione esterna non può risultare efficace, perché non mira a rappresentare in maniera articolata e precisa gli sforzi dell'impresa per la creazione di ricchezza: di fatto, una comunicazione poco trasparente non risponde alle attese conoscitive degli stakeholder, non ne alimenta la fiducia e rischia pertanto di ripercuotersi negativamente sull'immagine aziendale⁴⁰.

Strettamente collegato all'elemento culturale, che costituisce il substrato per una disclosure capace di generare consensi, è il sistema informativo, ovvero la componente strutturale da cui hanno origine i contenuti dei messaggi.

L'efficacia del sistema informativo dipende dalla bontà delle procedure di raccolta, elaborazione e trasmissione delle informazioni: tali procedure dovrebbero essere costantemente monitorate dagli organi di governo e di controllo, in quanto responsabili della correttezza dei messaggi veicolati all'ambiente esterno. Più precisamente:

- la struttura informativa deve assicurare la corrispondenza tra comportamenti assunti, fatti di gestione e contenuto dei messaggi;
- l'organo amministrativo deve provvedere affinché l'acquisizione dei dati sia verificabile anche da soggetti esterni, la rappresentazione dei fenomeni aziendali sia improntata alla veridicità e le modalità di diffusione delle informazioni tendano ad una effettiva condivisione delle conoscenze sull'azienda, pur mantenendo una giustificata riservatezza su determinati elementi (come i fondamenti delle strategie di sviluppo e i segreti industriali);
- da ultimo, l'organo di controllo è chiamato a vigilare sull'adeguatezza del sistema informativo (con speciale attenzione per la parte contabile) e sulla sua idoneità a rappresentare correttamente i fatti di gestione⁴¹.

⁴⁰ Per un'analisi approfondita delle relazioni tra cultura della trasparenza ed efficacia della comunicazione si rinvia a Salvioni D. M. (2002), "Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa", *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 2.

⁴¹ Le responsabilità dell'organo di controllo in materia di informazione e comunicazione discendono direttamente dal diritto societario. Ad esempio, nel caso italiano, gli artt. 2403, 2409-terdecies e 2409-octiesdecies del codice civile inseriscono i doveri in questione rispettivamente tra le competenze del

Come già ricordato i due organi, di governo e di controllo, dovrebbero inoltre promuovere un serio orientamento alla trasparenza in tutti i livelli dell'organizzazione, quale presupposto per instaurare rapporti fiduciari di non breve durata. Ciò agevola infatti il dialogo con gli stakeholder che, oltre a rafforzare la fiducia, segnala l'apertura dell'impresa e la ricerca di una collaborazione con le controparti, collaborazione dalla quale possono derivare soluzioni alternative ed originali ai problemi di gestione⁴².

In generale, il confronto con i portatori di interessi permette all'azienda di percepire l'evoluzione delle aspettative, il grado di soddisfazione ed il giudizio (reputazione) che essi attribuiscono alla sua attività, globalmente o con riferimento a specifiche funzioni o aree di risultato. Il dialogo con l'ambiente fornisce dunque agli organi aziendali importanti indicazioni sull'efficacia dell'azione di governo o sulla necessità di intervenire prontamente con le manovre correttive più adatte a ristabilire una vantaggiosa interazione con gli stakeholder.

1.3.3. Corporate governance e controllo

Le considerazioni appena formulate portano ad affermare l'importanza di un valido sistema di controlli a supporto della direzione aziendale⁴³.

Nel complesso, i controlli realizzati nell'ambito dell'attività di governance mirano ad accertare la sintonia tra attese degli stakeholder, indirizzi di vertice e relativa trasposizione nelle operazioni di gestione, oltre che a verificare la qualità della comuni-

collegio sindacale nel modello di governance tradizionale, del consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico e del comitato per il controllo sulla gestione nel sistema monistico.

⁴² In un editoriale scritto sulla scia del caso Parmalat, che ha danneggiato gli interessi di molti piccoli risparmiatori che ne avevano sottoscritto le obbligazioni, Perrone riflette sul ruolo cruciale della fiducia per il buon funzionamento di qualunque sistema economico. A tal proposito egli afferma che «la fiducia non costa, almeno non direttamente, e produce risultati economici positivi [...] perché, in positivo, crea un clima nel quale si possono insieme scoprire nuove opportunità di azione economica e di guadagno: due parti che si fidano l'una dell'altra comunicano di più e possono trovare, insieme, in modo creativo soluzioni a problemi comuni con vantaggio reciproco». Perrone V. (2004), «La fiducia è una cosa seria», *Economia & Management*, n. 3, p. 5 e ss.

⁴³ Al riguardo scrive Gandini: «L'esigenza di garantire l'equa soddisfazione dei portatori di interessi, seppure secondo un diverso ordine di priorità che vede una tendenziale precedenza dei conferenti di capitale di rischio e dei prestatori di lavoro, comporta il bisogno di verificare l'efficacia dell'attività di governo in relazione all'ottimizzazione delle performance». Si può concludere perciò che «la governance esprime, in sintesi, non solo una funzione direzionale ma anche di controllo nell'interesse di tutti gli stakeholder, secondo logiche di trasparenza, di correttezza e di equità, mediante l'utilizzo di idonei strumenti e procedure». Gandini G., *Internal auditing e gestione dei rischi nel governo aziendale*, FrancoAngeli, Milano, 2004, p. 23.

cazione esterna per preservare l'immagine dell'impresa e attrarre consensi. Tutto ciò fa sorgere l'esigenza di prestare particolare attenzione, tra gli altri:

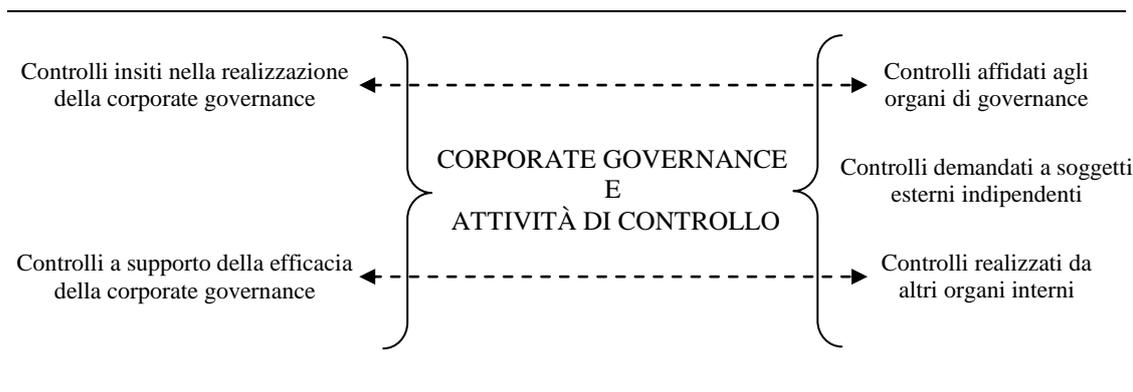
- a) alla coerenza tra i risultati prodotti e gli interessi da tutelare;
- b) all'orientamento dei comportamenti verso finalità aziendali chiare e condivise⁴⁴, ottenibile attraverso efficaci comunicazioni interne per il coordinamento degli interventi operativi;
- c) ai fattori di rischio che potrebbero compromettere il perseguimento degli obiettivi prefissati;
- d) alla correttezza dei comportamenti e delle procedure seguite, valutata sia dal punto di vista formale (ossia rispetto alle previsioni di legge, codici di autodisciplina, statuto, regolamenti interni, ...) sia a livello sostanziale (in relazione cioè alla loro validità economica e alla approvazione per i principi etici da cui discendono);
- e) alla completezza e alla trasparenza della disclosure, oltre che alla sua aderenza ai fabbisogni informativi esterni.

L'attività di controllo è svolta da più soggetti, talvolta anche contemporaneamente per uno stesso elemento. Mentre alcuni organi di controllo appartengono alla struttura aziendale, altri intervengono dall'esterno per garantire, in modo ancora più pesante, la piena tutela degli interlocutori sociali.

Tra i controlli realizzati dall'interno, inoltre, alcune forme sono svolte dagli stessi soggetti cui compete di esercitare l'attività di governo economico: in questo senso si può intendere il controllo come parte integrante della corporate governance. A tali processi si aggiungono quelli, comunque affidati solitamente a soggetti interni (talvolta indipendenti), che costituiscono un supporto per indirizzare la gestione e migliorare l'efficienza e l'efficacia delle operazioni: la loro finalità consiste quindi nel favorire la realizzazione ottimale dell'attività di governance (Figura 1.4).

⁴⁴ Sull'importanza di indirizzare e controllare l'operato dell'organismo personale attivando una gestione finalizzata, si legge nelle *Produzioni*: «L'ordinamento di azienda non si concilia dunque con la piena libertà di coloro che all'azienda danno il loro lavoro; esige piuttosto il controllo continuo delle azioni individuali e il loro lungimirante indirizzo». Occorre quindi coordinare i comportamenti delle persone in modo che «i fini di azienda e i più alti fini voluti dall'interesse e dal bene comune possano essere validamente raggiunti». Zappa G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, tomo primo, Giuffrè, Milano, p. 79.

Figura 1.4 – Corporate governance, tipologie di controllo e organi incaricati



Considerando dapprima i controlli effettuati dagli organismi di governo, si ricordano innanzitutto quelli del consiglio di amministrazione. Nel momento in cui esso definisce le linee strategiche da perseguire nel medio-lungo termine, ne valuta contestualmente anche la realizzabilità in funzione delle risorse a disposizione e delle caratteristiche ambientali, dando luogo ad una forma di controllo strategico preventivo⁴⁵. Il consiglio di amministrazione è inoltre chiamato a vigilare sull'andamento complessivo della gestione d'impresa, decidendo in merito ai conflitti di interesse e confrontando i risultati raggiunti con quelli desiderati. Ancora, è tenuto a verificare l'adeguatezza della struttura organizzativa e amministrativa dell'azienda (quando i poteri esecutivi sono delegati soltanto ad alcuni membri) e deve accertare la bontà ed il corretto funzionamento dei sistemi di controllo⁴⁶.

Al fine di raggiungere una maggiore obiettività nei giudizi, le funzioni di controllo insite nell'attività del consiglio sono talvolta demandate ad un numero più ristretto di componenti, organizzati in comitati (tipicamente il comitato per il controllo interno, o *audit committee*) e generalmente dotati di specifici requisiti di indipendenza.

Nell'ambito dei controlli svolti dagli organi istituzionali, si collocano poi quelli degli organi incaricati di far valere gli interessi dei soci e degli altri stakeholder, pro-

⁴⁵ «Il controllo a livello strategico costituisce una componente fondamentale della pianificazione diretta a sostenere l'attività di governo dei fattori di successo competitivo, di verifica della coerenza tra le diverse alternative selezionate e quindi della capacità delle stesse di consentire l'economico sviluppo duraturo dell'azienda nell'ambiente». Salvioni D. M. (1993), "Finalità e obiettivi nella gestione d'azienda", *Scritti in onore di Carlo Masini*, tomo primo, *Istituzioni di economia d'azienda*, Egea, Milano, pp. 424-425.

⁴⁶ Le prerogative di controllo, inteso come supervisione sulle strutture e sulla gestione aziendale, riconosciute al consiglio di amministrazione sono elencate al par. 1.2 del codice di autodisciplina di Borsa Italiana SpA, che è destinato alle società quotate. Si ricorda che l'adesione al codice è volontaria, anche se vivamente raccomandata.

teggendoli da eventuali abusi di potere da parte degli amministratori. Considerando ad esempio il caso delle società quotate, il collegio sindacale, il consiglio di sorveglianza o il comitato per il controllo sulla gestione – questi ultimi introdotti dalla riforma del diritto societario (D.lgs. 6/2003) – vigilano in effetti sull'amministrazione e sull'assetto organizzativo e contabile. Tuttavia, il controllo contabile in senso stretto è affidato dal legislatore ad una società di revisione esterna, scelta che assicura la massima indipendenza di giudizio⁴⁷.

Si è appena ricordato, dunque, uno degli organi di controllo esterno, ovvero la società di revisione, a cui si aggiungono gli altri revisori contabili ed alcuni soggetti dotati di autorità nel far rispettare regolamenti e prassi (si pensi, nel nostro Paese, alla Consob). Gli interventi e le ispezioni di questi organismi mirano a rafforzare l'efficacia dei sistemi di corporate governance e a far sì che le imprese adottino atteggiamenti trasparenti nei confronti della comunità finanziaria e degli interlocutori esterni in genere.

Infine, esistono meccanismi di controllo che agiscono per favorire la migliore realizzazione delle finalità della corporate governance, individuabili nel funzionamento duraturo dell'azienda in armonia con tutti i portatori di interessi. Per agevolare il raggiungimento di tale scopo, è opportuno infatti introdurre un insieme di processi, strettamente integrati, attraverso i quali:

- a) si fissano gli obiettivi strategici ed operativi – in conformità con le attese confluenti in azienda – e li si assegna ai manager dotati di responsabilità, affinché coordinino l'attività dell'organismo personale; quest'ultimo partecipa direttamente alla formazione dei risultati, che vanno poi confrontati con le attese interne ed esterne;
- b) si verifica il rispetto della legge, dei regolamenti e delle procedure per evitare che taluni comportamenti possano danneggiare l'azienda ed i suoi interlocutori;
- c) si valuta la correttezza delle informazioni prodotte e veicolate, con particolare enfasi per quelle economico-finanziarie e, da qualche anno a questa parte, anche per quelle socio-ambientali: ciò consente sia di accertare la validità degli elementi che

⁴⁷ Nel caso di società non quotate la normativa è meno stringente: il controllo contabile può essere assegnato ad un revisore esterno iscritto nel registro del Ministero della Giustizia, qualora la società sia obbligata a redigere il bilancio consolidato. In assenza di quest'ultimo obbligo, il controllo contabile può anche restare in capo al collegio sindacale, a patto che sia previsto dallo statuto e che tutti i sindaci siano iscritti nel registro ministeriale.

- stanno alla base di numerosi processi decisionali interni, sia di ridurre la possibilità che gli organi preposti al controllo contabile riscontrino delle irregolarità;
- d) si identificano i rischi, se ne valuta l'impatto potenziale sulla gestione e sugli interlocutori aziendali e si mettono in atto le procedure per eliminarne o limitarne gli effetti negativi;
- e) si tutela l'integrità del patrimonio aziendale, che è una garanzia per le minoranze e i terzi e contemporaneamente riesce ad attrarre nuove risorse dall'esterno .

I processi del primo tipo si innestano a partire dalla struttura organizzativa, si avvalgono del sistema informativo e configurano il cosiddetto controllo di gestione. Affidato ad un soggetto interno all'azienda (il controller), il controllo di gestione è uno strumento a supporto del governo aziendale perché agevola l'assunzione di decisioni improntate all'efficienza e all'efficacia⁴⁸ .

Gli altri processi sopra ricordati (verifiche di conformità procedurale e di attendibilità delle informazioni, gestione dei rischi, tutela del patrimonio) vanno a costituire il controllo interno, caratterizzato da obiettivi più specifici e realizzato da differenti soggetti appartenenti all'organizzazione: a seconda dei casi, può trattarsi degli amministratori, dei responsabili di funzione, dell'investor relator, del risk manager e così via⁴⁹ .

Ad ogni modo, si rende indispensabile anche una terza forma di controllo a supporto della corporate governance, svolta ancora all'interno dell'impresa, ma non necessariamente da una persona (o un gruppo) che ne faccia parte. Lo scopo di questa attività è la revisione di tutti i processi di controllo svolti all'interno dell'azienda: si parla infatti di revisione interna o internal auditing.

L'internal auditor deve operare in una posizione di assoluta indipendenza dai manager delle aree operative, rispondendo direttamente al consiglio di amministrazione che è responsabile della sua nomina. L'attività dell'internal auditor deve ispirarsi alla massima obiettività ed imparzialità, affinché possano essere individuati i malfunzionamenti del sistema di controllo interno e le carenze del sistema di controllo della ge-

⁴⁸ «Il controller deve essere in grado di focalizzare l'attenzione dei decisori su variabili chiave ed essere d'aiuto alla soluzione dei problemi attraverso la formalizzazione delle informazioni quantitative (monetarie e no) a supporto della decisione». Teodori C. (2002), "L'orientamento temporale nelle analisi dei risultati gestionali a fini di controllo", in Salvioni D. M. (a cura di), *Introduzione all'analisi dei costi*, Giappichelli, Torino, p. 477.

⁴⁹ Cfr.: Gandini G., *Internal auditing e gestione dei rischi nel governo aziendale*, FrancoAngeli, Milano, 2004, p. 27.

stione: in questo senso l'internal auditing costituisce un servizio di consulenza offerto agli organi di vertice, svolto in maniera professionale e capace di suggerire i miglioramenti da apportare ai sistemi di controllo, alla gestione dei rischi e all'attività di governance in senso ampio⁵⁰.

In sintesi, tutte le forme di controllo – seppur distinte in relazione agli organi cui sono demandate ed ai contenuti particolari in cui si concretizzano – presentano una comune caratteristica di fondo, ossia quella di accrescere l'efficacia globale delle attività d'impresa. Si può dunque concludere che qualsiasi processo di controllo insito nella governance o svolto a supporto della stessa è realizzato in via più o meno diretta anche nell'interesse degli stakeholder.

1.4. I sistemi di corporate governance: classificazioni

Tutti i sistemi di corporate governance sono volti a promuovere l'integrità della gestione e la generazione di valore per gli stakeholder, secondo il vario combinarsi degli assetti di direzione e di controllo. Numerosi fattori economici, storici e legati alla tradizione giuridica concorrono tuttavia a determinare la concreta struttura dei sistemi nei diversi paesi, originandone le peculiarità.

In generale è interessante osservare che gli assetti e le regole di governo aziendale possono essere introdotti dal legislatore, oppure possono derivare dall'iniziativa privata⁵¹ o dalla prassi che provano a rispondere alle esigenze di protezione degli investitori e di positiva interazione delle imprese con l'ambiente.

Solitamente nei paesi a *common law* – ossia nel mondo anglosassone – si assiste ad una forte presa di posizione degli organismi che vigilano sulle borse valori, i quali cercano di preservarne l'affidabilità stabilendo rigide condizioni (di amministrazione e

⁵⁰ In effetti l'AIIA (Associazione Italiana Internal Auditors) afferma che l'internal auditing è «un'attività indipendente ed obiettiva di assurance e consulenza, finalizzata al miglioramento dell'efficacia e dell'efficienza dell'organizzazione», e precisa inoltre che «assiste l'organizzazione nel perseguimento dei propri obiettivi tramite un approccio professionale sistematico, che genera valore aggiunto in quanto finalizzato a valutare e migliorare i processi di controllo, di gestione dei rischi e di corporate governance».

⁵¹ Sui rapporti tra regolamentazione privata e pubblica, si rinvia a di Donato F. (2005), "I diversi modelli di corporate governance. Un'analisi comparata", in Fiori G. e Tiscini R., *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informazione aziendale*, FrancoAngeli, Milano, p. 102.

controllo, nonché di comunicazione esterna) che le imprese devono rispettare per essere ammesse alla quotazione. Solo in un secondo momento queste regole vengono riconosciute ed imposte anche dal legislatore.

Viceversa, nei paesi a *civil law* è prevalentemente la legge che orienta e vincola le strutture e i processi di governo, concentrandosi anch'essa sulle grandi imprese. La regolamentazione pubblica si inserisce però in un contesto assai più "chiuso", dove la proprietà del capitale di rischio si trasferisce essenzialmente per mezzo di accordi più che sul mercato; nel caso di società quotate, in genere la legge prevede, allora, specifiche operazioni e procedure affinché non vengano violati gli interessi degli azionisti di minoranza e degli altri stakeholder⁵².

Il differente peso dei mercati finanziari porta a distinguere dunque tra due realtà che, a fronte del comune bisogno di una regolamentazione tesa a garantire la correttezza complessiva delle transazioni, vedono l'intervento di soggetti privati o pubblici per delineare il miglior assetto di governance delle imprese.

Tentando adesso di illustrare alcuni dei fattori di tipicità dei sistemi di governance, che possono aiutare a tracciarne una classificazione, pare opportuno soffermarsi ancora sulla capacità di attrazione del risparmio da parte dei mercati finanziari, che nei paesi anglosassoni sono assai più attivi che nell'Europa continentale e latina. Nei mercati anglosassoni le risorse transitano rapidamente da un'impresa all'altra, seguendo l'andamento dei prezzi di borsa e rendendo meno frequente la formazione di maggioranze stabili e realmente interessate a gestire l'azienda. La conseguenza più rilevante dal punto di vista della governance riguarda come allineare gli obiettivi di azionisti e management, assicurando al contempo la crescita equilibrata dell'impresa nel lungo periodo e la tutela delle altre attese economiche e sociali.

Un secondo elemento di rilievo che contribuisce a spiegare le differenze tra i sistemi di direzione e controllo delle imprese, si individua nel ruolo svolto dalle banche nel sistema economico: in effetti, in alcuni paesi (Germania, Giappone) le banche hanno assunto una funzione decisiva per superare le gravi crisi industriali connesse alle guer-

⁵² Con riferimento alla tutela delle minoranze in caso di acquisizione del controllo da parte di un soggetto, per il contesto italiano si ricorda la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto, prevista dal Testo Unico della Finanza (D.lgs. 58/98, cosiddetta legge Draghi). Più precisamente, il provvedimento normativo ha introdotto la regolamentazione dell'istituto in oggetto ma ha lasciato ampi poteri alla Consob per la definizione delle disposizioni attuative dello stesso (art. 103): in altri termini, si ravvisa la prevalenza della legge sulla regolamentazione emanata dall'organismo di vigilanza sul mercato, come è tipico dei paesi a *civil law*.

re del Novecento, appoggiando la ripresa e lo sviluppo delle imprese non finanziarie. Da allora esse partecipano direttamente alla formulazione delle strategie, poiché fanno parte dei consigli di amministrazione in qualità di azionisti permanenti, detentori di una parte considerevole del capitale di rischio; contemporaneamente, però, prestano anche ingenti risorse all'azienda, indossando la duplice veste di soci e creditori. Poiché, di fatto, gli istituti bancari tendono a tutelare maggiormente le attese maturate come finanziatori esterni rispetto a quelle vantate come proprietari, si delinea un modello di governance contraddistinto dalla ricerca di collaborazione tra grandi azionisti e grandi finanziatori.

Tra gli aspetti più originali che determinano le caratterizzazioni nazionali dei sistemi di governance si colloca inoltre il rapporto tra i prestatori di lavoro e l'impresa, per quanto attiene all'apertura degli organi istituzionali nei confronti di soggetti che non rappresentano la proprietà. A tale proposito l'esempio più significativo è fornito ancora dalla realtà tedesca, nella quale i rappresentanti dei dipendenti siedono nel consiglio di sorveglianza, ovvero l'organo che nomina e controlla l'operato degli amministratori. In sostanza, il diritto societario tedesco riconosce il ruolo chiave della gestione aziendale e lo istituzionalizza, prevedendo la partecipazione dei lavoratori all'organo di vigilanza.

Infine, le differenze tra i sistemi di governance discendono dalle modalità di interazione tra gli organi di gestione e di controllo e dalla distanza che viene creata tra la proprietà e il management. Infatti, se quest'ultimo non è posto sotto l'influenza diretta degli azionisti di maggioranza, bensì è indirizzato e controllato da un consiglio di amministrazione o da un organo di vigilanza capace di mediare tra tutti gli interessi confluenti in azienda, è assai più probabile che si possa arrivare ad un'equa composizione delle attese.

I vari caratteri sinteticamente illustrati permettono di classificare i sistemi di governance secondo due criteri principali:

1. il tipo di monitoraggio al quale sono sottoposti i dirigenti: monitoraggio "esterno" realizzato dal mercato o monitoraggio "interno" ad opera dei principali portatori di interessi; in questo senso si distingue tra l'*outsider system* e l'*insider system*⁵³;

⁵³ In letteratura, la classificazione in oggetto viene spesso spiegata anche in relazione alle forme di finanziamento prevalentemente adottate dalle imprese: nei sistemi di tipo *outsider* domina il ricorso al mercato azionario, mentre in quelli di tipo *insider* le imprese sono fortemente indebitate nei confronti

2. la distribuzione dei poteri di amministrazione e di controllo tra gli organi aziendali, che può configurare sistemi ad uno o due livelli, a seconda che i poteri in questione siano attribuiti ad un solo organo oppure a due organi distinti; al riguardo si parla di *one-tier systems* e di *two-tier systems*.

Prima di passare all'analisi dettagliata dei quattro modelli, è interessante sottolineare che nel nostro Paese la corporate governance ha tradizionalmente presentato i caratteri di un *insider system* con separazione dei poteri di amministrazione e controllo tra due organi nominati dall'assemblea, il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale. Ad ogni modo, l'evoluzione dei mercati spinta dalla globalizzazione economica e da una sempre crescente competizione internazionale, nell'ultimo decennio ha rafforzato la funzione di monitoraggio realizzata dal mercato e dai suoi organismi di gestione e vigilanza (Borsa Italiana, Consob, Banca d'Italia); inoltre, ha orientato la riforma del diritto societario portando alla possibilità di adottare nuovi modelli di derivazione anglosassone e tedesca per la ripartizione dei poteri tra gli organi di governance. In conclusione, l'attuale realtà italiana si presenta come una forma ibrida che, peraltro, lascia anche un ampio spazio all'autonomia statutaria delle aziende nella scelta del sistema di governo e controllo.

1.4.1. Outsider system e insider system

La distinzione tra sistemi *outsider* e *insider* deriva dal riconoscimento che il controllo sulla gestione delle aziende e sul raggiungimento di obiettivi soddisfacenti può avvenire dall'esterno, per effetto dell'efficiente funzionamento del mercato dei capita-

del sistema bancario. Scrive ad esempio Moro Visconti: «Una fondamentale distinzione deve anzitutto essere fatta tra modelli ancorati o, rispettivamente, non baricentrati, sul mercato dei capitali. [...] L'*outsider system* ha il suo perno su un sistema di finanziamento a titolo di capitale di debito e di rischio rappresentato dal mercato dei capitali, con azionisti frammentati e maggioranze instabili; [...] l'*insider system* è incentrato su un sistema di finanziamento non orientato al mercato, in cui prevalgono gli azionisti di riferimento [...], che assicurano un controllo stabile e sono collegati a finanziatori tipicamente rappresentati da banche». Moro Visconti R. (2000), "Baricentro e convergenza dei sistemi di governance, grado di concentrazione proprietaria e creazione di valore", in Tarallo P. (a cura di), *Corporate governance. Principi di gestione nell'ottica del valore*, FrancoAngeli, Milano, p. 50.

Ai fini del presente lavoro, pare più utile riflettere in termini di meccanismi di controllo attivati, ricordando allo stesso tempo che la finalità della governance consiste nel comporre equamente gli interessi confluenti in azienda: ne deriva quindi la necessità di prestare un'attenzione particolare alle attese di coloro che conferiscono le risorse finanziarie, privilegiando modalità differenti a seconda dei contesti economici.

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

L'*outsider system* è definito anche *market-oriented system* in quanto 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 management⁵⁴: le due categorie, infatti, tendono a non coincidere, perché gli investitori non sono interessati all'azienda se non per quanto concerne la sua redditività e la conseguente capacità di distribuire dividendi⁵⁵.

L'efficacia del modello di governance in oggetto dipende dalla possibilità che, acquistando una certa quantità di azioni sul mercato, un soggetto possa contendere il controllo a chi lo detiene in quel momento ed assicurarsi il diritto a sostituire il management⁵⁶. Il controllo da parte del mercato consiste proprio in questa situazione: nei suoi prezzi, il mercato riflette e giudica la performance che l'azienda ha ottenuto sotto la direzione del management e se, questa non è del tutto apprezzabile, la quotazione si abbassa, segnalando la sfiducia verso gli attuali dirigenti e aprendo la strada ad un takeover. La nuova proprietà nominerà i nuovi organi e, tramite questi, il management in sostituzione di quello attuale, che non ha saputo massimizzare il valore delle azioni⁵⁷. Il cambio dei vertici dovrebbe altresì favorire l'individuazione di nuovi percorsi di crescita dell'impresa, sovente anche per mezzo:

- dell'attivazione di nuovi rapporti esterni (tipicamente di partnership);

⁵⁴ Secondo Forestieri, la caratteristica principale dell'*outsider system* consiste proprio nell'assunto che un mercato dei capitali efficiente sia il meccanismo migliore per risolvere il conflitto di interessi tra azionisti e manager, a patto che l'assetto di controllo, ossia la proprietà, dell'impresa sia contendibile. Si veda al riguardo Forestieri G. (1998), "La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura", in Airoidi G. e Forestieri G. (a cura di), *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano, p. 8.

⁵⁵ Bresciani afferma che questa estraneità degli azionisti dalla gestione aziendale è il fondamento che giustifica la qualifica di sistema "esterno" di governance. Cfr.: Bresciani S. (2003), *La corporate governance nel sistema impresa: prospettive di analisi e relazionali. L'esperienza americana*, Giappichelli, Torino, p. 162.

⁵⁶ Il meccanismo descritto funziona perfettamente quando i titoli scambiati sul mercato sono quelli di una public company propriamente detta, che secondo Barca è caratterizzata non dal modo in cui il controllo viene esercitato, ma da come esso può venire perso: «senza necessità, né di un atto di consenso da parte di chi il controllo esercita, né di una revisione di precedenti accordi strategici, bensì attraverso l'acquisto di un numero sufficiente di diritti di voto». Barca F. (1993), "Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole", *Banca d'Italia*, Temi di discussione, n. 194, p. 46.

⁵⁷ Cfr.: Fortuna F. (2001), *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano, p. 90.

- di interventi di carattere strategico in ambito produttivo, commerciale e di ricerca (ingresso in altri settori di attività, studio di nuovi prodotti e processi, apertura verso nuovi mercati o segmenti di clientela, ecc.);
- di miglioramenti organizzativi (diversa attribuzione delle responsabilità, utilizzo di incentivi, formazione del personale, ecc.).

Ad evidenza, l'*outsider system* è il contesto di riferimento per il *finance model* che, come si è visto, pone al centro del problema della governance i rapporti tra azionisti e management dovuti all'accentuata separazione tra proprietà e controllo. È solo il caso di ricordare che l'allineamento degli interessi tra le due categorie può essere perseguito mediante l'assegnazione di stock option ai dirigenti. Anche in questo meccanismo si può rilevare la funzione di controllo sui manager svolta dal mercato, che attraverso la crescita della quotazione incentiva il perseguimento di risultati gestionali positivi (anche se con un orientamento di breve periodo).

In un sistema *market-oriented*, la tutela degli azionisti è comunque garantita dalla immediatezza con cui questi possono uscire dalla compagine azionaria cedendo i propri titoli⁵⁸, grazie alla liquidità del mercato; peraltro ciò risulta ancor più facile in caso di forte ribasso dei prezzi, quando tende a concretizzarsi l'interesse per un takeover.

Non è difficile riconoscere, nell'*outsider system*, i caratteri tipici delle grandi imprese anglosassoni, nelle quali la *common law* offre un buon grado di protezione agli azionisti di minoranza e ai creditori sociali⁵⁹. La soddisfazione degli altri stakeholder è piuttosto considerata un vincolo che le aziende devono rispettare per continuare ad operare e per riuscire a remunerare gli azionisti.

Assai diversa è la situazione negli *insider systems*, contraddistinti essenzialmente da mercati finanziari poco sviluppati, proprietà concentrata e stabile ed importanti legami (di vario genere) tra le imprese e le istituzioni bancarie. In queste realtà, l'effettuazione di un controllo dall'interno si rende essenziale, in primo luogo, a causa

⁵⁸ Come osservato in dottrina, l'*outsider system* è «caratterizzato dalla “uscita” piuttosto che dall'utilizzo della “voce”». Melis A. (1999), *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, Torino, p. 55.

In altri termini, gli azionisti scontenti trovano più comodo e conveniente vendere il piccolo pacchetto azionario detenuto (“uscita”), piuttosto che far sentire la propria “voce” attraverso l'impegno diretto nella direzione aziendale o l'esercizio di azioni di controllo. Per un approfondimento sul significato dei termini “uscita” e “voce”, si rinvia a Hirschman A. (1970), *Exit, voice and loyalty: responses to decline in firms, organizations and states*, Harvard University Press, Cambridge MA, p. 4.

⁵⁹ Cfr.: Fortuna F. (2001), *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano, p. 91.

della vischiosità dei mercati finanziari: poiché la proprietà è detenuta da uno o pochi azionisti che – grazie a sindacati di voto o partecipazioni reciproche e piramidali – vanno a costituire lo “zoccolo duro”, in borsa è scambiata solo una parte marginale del capitale, che non consentirebbe la sostituzione del management per mezzo di scalate esterne nemmeno se fosse acquistata per intero da un unico soggetto.

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 ed 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 divergenti⁶⁰. A fronte delle caratteristiche comuni sopra ricordate, si possono distinguere:

1. un *insider system* di tipo renano, connotato da un forte grado di partecipazione al controllo da parte delle banche e dei dipendenti;
2. 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.

Il modello renano è diffuso in Germania, Svizzera e paesi scandinavi e presenta forti analogie con il modello giapponese, anch’esso di tipo *insider* e aperto alla collaborazione tra gli stakeholder.

Nel modello renano il ruolo dell’alta direzione consiste nell’assicurare un’adeguata composizione ai contributi e alle attese di tutti gli stakeholder che puntano ad instaurare e mantenere proficue e durature relazioni con l’azienda. Questi rapporti sono ispirati dalla reputazione dell’impresa, sono basati sulla fiducia reciproca e presentano frequentemente una lunga tradizione; la loro rilevanza è tale da determinare il successo congiunto dell’impresa e di tutti gli stakeholder con cui essa interagisce: in una visione partecipativa della gestione aziendale, non si tratta solo dei conferenti capitale di rischio ma anche di finanziatori a titolo di credito, lavoratori, clienti, fornitori⁶¹. Il management è dunque chiamato a coordinare il tessuto di relazioni che coinvolgono

⁶⁰ La classificazione è proposta da Melis A. (1999), *Corporate governance. Un’analisi empirica della realtà italiana in un’ottica europea*, Giappichelli, Torino, p. 55

⁶¹ Cfr.: Forestieri G. (1998), “La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura”, in Airoldi G. e Forestieri G. (a cura di), *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano, p. 8; Ciappei C. (2002), *Corporate government. Gli assetti istituzionali di governo delle imprese*, Firenze University Press, Firenze, pp. 75-76.

l'impresa e che sono finalizzate tutte alla sua sopravvivenza in condizioni di economicità.

La ricerca di collaborazione, insieme alla condivisione del rischio economico e delle potenzialità di crescita, porta a definire il modello renano di corporate governance come un *relationship-based system* o un *network-oriented system*, nel quale tutti i principali portatori di interessi intervengono attivamente nei processi decisionali, esprimono giudizi sull'attività e sui risultati e hanno il potere di sostituire il management.

In proposito vale la pena di citare il caso della Germania. Nelle imprese tedesche, le banche e i lavoratori indirizzano le scelte di governo e vigilano sull'amministrazione, in qualità di componenti dell'organo di supervisione sulla gestione (consiglio di sorveglianza), riuscendo così a controbilanciare il potere esercitabile dagli azionisti di maggioranza. Il sistema tedesco è strutturato, quindi, in modo da sottrarre il management dall'influenza diretta della proprietà e da stimolarlo a comportarsi con imparzialità e professionalità.

Il potere delle banche discende ancora oggi dall'appoggio che esse hanno fornito alle imprese industriali per superare le crisi dello scorso secolo, dando origine ad un rapporto così profondo da essere divenuto difficilmente eliminabile: ciascuna impresa è legata ad una banca universale, che opera come finanziatore, consulente ed intermediario (si parla infatti di *Hausbank*, "banca di casa").

La banca detiene una parte del capitale dell'azienda, alla quale fornisce tuttavia anche risorse a titolo di credito, assumendo la duplice natura di proprietario e di conferente capitale di prestito. Il peso della banca in assemblea – l'organo che elegge il consiglio di sorveglianza – è ulteriormente accresciuto dalla possibilità di esercitare i voti spettanti alle azioni di cui è depositaria per conto dei risparmiatori e che di fatto le consentono di influire in modo apprezzabile sulla nomina del management e sulle decisioni strategiche⁶².

Si configura quindi un contesto in cui l'azionista di maggioranza fatica ad imporsi e trova conveniente accordarsi con la banca⁶³ per assumere le decisioni più adatte a consentire lo sviluppo duraturo dell'impresa, scelta vantaggiosa per entrambe le parti.

⁶² Si osservi, inoltre, che il ruolo attivo della banca negli organi dell'impresa riduce o, addirittura, elimina i costi di agenzia connessi ad un monitoraggio dall'esterno.

⁶³ Per questo motivo il sistema renano è noto anche come *bank-based*.

Il notevole coinvolgimento degli interessi della banca nelle vicende dell'impresa contribuisce, d'altra parte, a rafforzare la qualità di co-makership⁶⁴ che caratterizza questo rapporto; inoltre, porta ad accettare una visione di lungo termine per il ritorno degli investimenti, grazie alla "pazienza" non solo dell'azionista di riferimento, ma anche della banca⁶⁵. Quest'ultima, in effetti, tende a tutelarsi più come creditore dell'impresa⁶⁶ che come azionista – assicurandosi peraltro tassi di interesse elevati – e confida nella capacità dell'impresa di produrre reddito nel tempo.

Per quanto riguarda i dipendenti, il modello renano si distingue per la funzione attiva e diretta che il diritto societario riconosce loro nel controllo sull'amministrazione e nell'assunzione delle decisioni rilevanti: si osservi al riguardo un'altra sostanziale differenza dai sistemi di tipo *outsider*, dove il lavoro è concepito come un costo a carico dell'azienda e non come una componente significativa negli assetti istituzionali.

In Germania, una parte considerevole del consiglio di sorveglianza (da un terzo ad un mezzo dei membri a seconda delle dimensioni dell'organismo personale) è compo-

⁶⁴ Il termine co-makership si riferisce ad una relazione di lungo periodo tra due o più aziende che condividono il rischio economico e le potenzialità di successo; la condizione di base per una sua proficua realizzazione è lo scambio sistematico e costante di informazioni tra i soggetti coinvolti, affinché i processi decisionali possano avvalersi delle proposte e dei giudizi di tutte le parti interessate.

Secondo Salvioni, i requisiti tipici di una co-makership si possono sintetizzare in:

- «rapporti intermittenti, ma ad elevata frequenza di attivazione [...];
- rilevante significatività economico-gestionale dei singoli rapporti, che non di rado si concretizzano in iniziative destinate ad incidere profondamente sulle dinamiche e sui risultati aziendali, nella loro dimensione quantitativa [...];
- la disponibilità a fornire – in genere per periodi non brevi – un apporto attivo, variamente condizionante ancorché frequentemente non esclusivo, alla realizzazione delle condizioni di economicità dell'impresa, anche a seguito dell'espressione di finalità economico-istituzionali (conferenti di capitale di rischio) o dell'eventuale concordanza tra finalità economiche istituzionali e non istituzionali».

Il terzo elemento richiamato pare rappresentare adeguatamente la relazione banca-impresa nel sistema renano e consente pertanto di riferirsi ad essa come ad una co-makership.

Per approfondimenti sulle relazioni tra co-maker si vedano in particolare Salvioni D. M. (1992), *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, pp. 35-36, da cui è tratta la precedente citazione, e Brondoni S. M. (1993), "Etica e comunicazioni interne d'azienda", *Scritti in onore di Carlo Masini*, tomo primo, *Istituzioni di economia d'azienda*, Egea, Milano.

⁶⁵ «Basti pensare che, senza considerare il settore farmaceutico, in Gran Bretagna, gli investimenti in R&S, proporzionalmente alle vendite, non arrivano alla metà di quelle effettuate in Germania o Giappone». Ciappei C. (2002), *Corporate government. Gli assetti istituzionali di governo delle imprese*, Firenze University Press, Firenze, p. 77.

⁶⁶ Forestieri ricorda una tesi secondo la quale «l'intervento delle banche è molto più strettamente correlato alle condizioni finanziarie (cash-flow, liquidità); quindi è teso a proteggere il proprio interesse come fixed claimant, più che quello degli azionisti. [...] La posizione della banca come creditore, quindi, prevale su quella di azionista. [...] Questa conclusione è particolarmente evidente nei casi di ristrutturazione: le banche sono coinvolte e perseguono il risanamento finanziario, non la performance azionaria». Forestieri G. (1998), "La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura", in Airoldi G. e Forestieri G. (a cura di), *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano, p. 14.

sta da dipendenti dell'impresa, in coerenza con il principio della cogestione aziendale che anima il sistema economico tedesco.

L'attribuzione al personale dei poteri di decisione e vigilanza costituisce un serio vincolo all'azione dei manager: l'obiettivo è impedire che questi ultimi possano operare nell'interesse esclusivo dei conferenti di capitale (di rischio e di prestito), ledendo le altre attese riposte nell'impresa, a cominciare da quelle delle famiglie dei lavoratori.

Prendendo in considerazione adesso il modello latino di corporate governance (localizzabile in Italia, Francia, Belgio, Spagna, Portogallo, Grecia), si può notare che questo presenta in realtà ben poche affinità con il modello renano, nonostante ne condivida l'elemento di fondo. In effetti, anche il sistema latino è di tipo *insider*, nel senso che il potere di indirizzare la gestione e di vigilare sulla stessa è saldamente nelle mani di uno specifico soggetto, ossia la proprietà⁶⁷ (direttamente o tramite i suoi manager di fiducia): in altri termini, il controllo non è lasciato al mercato borsistico – poco attivo come nel modello renano – e risulta pertanto molto stabile. Tuttavia, il modello latino si differenzia da quello renano con riferimento al ruolo delle banche e dei lavoratori, visti entrambi come stakeholder esterni alle funzioni di governo economico e di controllo, importanti ma non decisivi per il successo dell'impresa.

Riflettendo dapprima sulle somiglianze con lo schema tedesco, emerge chiaramente che anche nelle imprese latine di grandi dimensioni la proprietà del capitale è spesso altamente concentrata all'interno di una famiglia o di un gruppo, nonché protetta mediante accordi di voto e incroci azionari. All'acquisizione dei titoli sul mercato, dunque, non si accompagna un concreto trasferimento del controllo sull'impresa e, di conseguenza, la minaccia di takeover ostili non può mai essere così grave da impen-sierire il management. È l'azionista o il gruppo di maggioranza che, tramite gli organi di governo e di vigilanza, orienta e verifica il corretto funzionamento dell'azienda: tutto ciò dimostra che anche il sistema latino è di tipo *insider*, visto che il controllo è

⁶⁷ Pare opportuno sottolineare che in molte imprese medio-piccole la corporate governance presenta i lineamenti tipici del sistema latino:

- esercizio diretto delle prerogative di governo economico e di gestione operativa da parte del conferente capitale di rischio, con identificazione tra proprietario e imprenditore (o, in alternativa, esistenza di stretti contatti tra proprietà e management);
- pesante dipendenza finanziaria dalle banche, ma anche dai creditori commerciali;
- difficoltà per gli interlocutori esterni ad orientare le scelte principali e a monitorarne l'efficienza e l'efficacia;
- asimmetria informativa a vantaggio della proprietà, derivante da una certa reticenza nella comunicazione economico-finanziaria ed istituzionale in genere.

esercitato in larga misura dall'interno e va a beneficio dell'azionista di riferimento, sebbene la legge miri a salvaguardare gli interessi degli altri investitori.

L'aspetto più significativo del modello latino consiste nella notevole influenza che la proprietà è in grado di far valere sul management, in quanto né per tradizione né per imposizione di legge esistono altri soggetti posti nella condizione di opporsi, confrontarsi o collaborare con l'azionista di riferimento. Come anticipato, nelle imprese latine manca, infatti, la visione di una partnership con le banche e i dipendenti, a cui viene essenzialmente riconosciuto il diritto ad una remunerazione per la risorsa conferita.

Nel sistema latino è raro che il rapporto con gli istituti bancari assuma connotati strategici, perché per la proprietà esso consiste in un mero finanziamento a titolo di credito, anche se ha durata medio-lunga; talvolta la banca può essere chiamata ad assistere l'impresa come consulente o come intermediario nell'ambito di operazioni straordinarie, ma è assai infrequente che le sia concessa la titolarità di un pacchetto azionario così ampio da permetterle di influire sui processi decisionali.

In un contesto dominato dall'azionista di maggioranza, è ancora più difficile che siano i prestatori di lavoro a pesare sulle scelte di governo: nel modello latino è piuttosto raro incontrare qualche forma di cogestione dell'impresa, visto che è poco diffusa anche dove è formalmente prevista (come in Francia⁶⁸). Si assiste piuttosto ad una contrapposizione tra gli interessi della proprietà e quelli dei lavoratori, rappresentati dai sindacati. In ogni caso, le rivendicazioni sono di carattere economico o hanno ad oggetto le condizioni di lavoro, tendendo ad ignorare il diritto di prendere parte alle

⁶⁸ Non c'è da stupirsi che il coinvolgimento dell'organismo personale nella governance aziendale sia teoricamente previsto in Francia, paese in cui i lavoratori sono considerati uno stakeholder assai importante: esiste infatti anche l'obbligo di redigere il bilancio sociale, che investe tutte le società quotate con almeno trecento dipendenti e che si concentra proprio sulle condizioni di lavoro (livelli retributivi; sanità e sicurezza; formazione professionale; relazioni sindacali; ecc.).

Tuttavia, dal punto di vista della partecipazione alla corporate governance, l'attenzione per i dipendenti è decisamente meno sentita, come si può intuire da due elementi:

1. in primo luogo, la legge si limita a riconoscere la facoltà – e non l'obbligo – di ammettere i rappresentanti dei lavoratori negli organi istituzionali, rinviando in sostanza la questione allo statuto;
2. in secondo luogo, per far parte degli organi in oggetto (più precisamente: consiglio di sorveglianza nelle imprese con modello dualistico; consiglio di amministrazione in quelle con modello monistico) è necessario essere azionisti della società.

Poiché la seconda condizione non costituisce, in realtà, un ostacolo insormontabile, si può concludere che è soprattutto la cultura di fondo a determinare una scarsa presenza dei rappresentanti dei lavoratori nei principali organi aziendali.

Sul tema si veda: Pernazza F. (2001), *Il conseil de surveillance della société anonyme nell'esperienza francese*, intervento alla Tavola Rotonda sul tema "Il consiglio di sorveglianza: quale utilità per il governo delle società italiane?", Università di Roma Tor Vergata, 28 marzo.

scelte gestionali o di monitorare direttamente l'andamento delle attività e la formazione dei risultati.

Quando la proprietà accetta di consultare anche i dipendenti, la relazione è solitamente informale. Ciò che più conta, comunque, è che la composizione degli organi istituzionali – definita dalla legge in contesti a *civil law* – non prevede la presenza dei lavoratori, a differenza del caso tedesco.

In sostanza, la situazione dei dipendenti nel modello latino, sotto il profilo della governance, può ricordare per certi versi quella del contesto anglosassone, dato che i due sistemi non fanno concretamente rientrare i prestatori di lavoro nei massimi organi aziendali. Tuttavia, il modello latino offre loro una tutela superiore grazie all'azione dei sindacati, il cui rapporto con l'impresa resta però più spesso di tipo antagonistico che volto alla ricerca di cooperazione. In questo senso, quanto più sono potenti i sindacati, tanto maggiore è la minaccia che possano ostacolare la realizzazione delle strategie decise dall'azionista di riferimento, se queste si profilano poco eque per l'organismo personale. A giudizio di chi scrive, al controllo della proprietà come soggetto *insider* si affianca e si contrappone, dunque, un controllo esercitabile dalle organizzazioni sindacali come soggetti *outsider*, configurando così un modello intermedio tra quello anglosassone e quello renano.

A questo punto si propongono alcune considerazioni conclusive e comparative sui modelli di corporate governance descritti, prestando attenzione ad alcuni aspetti critici per il concreto funzionamento dei sistemi stessi. Si considerano in particolare:

- a) la propensione degli organi aziendali al rischio;
- b) il ruolo dell'informazione;
- c) i segnali di un lento avvicinamento tra i vari modelli di governo.

La prima osservazione riguarda la propensione al rischio ed il conseguente atteggiamento dell'impresa verso gli investimenti. Da questo punto di vista, si riscontrano differenze tra i due modelli di base.

Analizzando il sistema angloamericano, può sembrare che il management cerchi di dare stabilità alla gestione per soddisfare in tempi brevi le attese degli azionisti e non correre il rischio di essere sostituito come effetto di un takeover ostile. Poiché agli azionisti interessa ottenere un adeguato rendimento, indipendentemente dall'impresa che può darlo, i manager dovrebbero essere portati ad effettuare investimenti in settori

consolidati e già noti all'impresa, o addirittura a non investire per evitare la reazione negativa del mercato, che spesso è miope e non sa intuire i vantaggi futuri.

In realtà, l'atteggiamento prudentiale attribuito al management nel modello teorico non ha sempre trovato conferma nei fatti: in diverse circostanze i dirigenti hanno intrapreso strategie rischiose, nella speranza di espandere le dimensioni aziendali e di accrescere il proprio prestigio; in molti casi, però, essi difettavano della competenza e della preparazione professionale necessarie per operare in altri settori ed hanno così provocato gravi ripercussioni sulla gestione, danneggiando gli azionisti e gli altri stakeholder. Talvolta, si è anche assistito al tentativo di celare le conseguenze delle scelte poco oculate tramite la diffusione di informazioni economico-finanziarie distorte o, addirittura, false.

Con riferimento al sistema renano, si è già ricordato che il mantenimento del capitale entro una cerchia limitata di azionisti può favorire la realizzazione di investimenti rilevanti nel medio-lungo termine⁶⁹. Tuttavia, la presenza influente dei dipendenti negli organi aziendali consiglia l'adozione di una gestione prudente, in grado di assicurare remunerazioni stabili e certe a tutti i fattori produttivi impiegati. Questo atteggiamento è altresì coerente con la particolare situazione della banca che, essendo anche il principale creditore dell'impresa, è spesso interessata a tutelarsi come *fixed claimant*.

Rispetto ai due precedenti modelli, quello latino può allora sembrare maggiormente aperto all'assunzione del rischio: da un lato, perché non avverte l'esigenza di soddisfare nell'immediato un mercato finanziario esigente e capace di ripercuotersi sul management per le sue decisioni; dall'altro lato, perché non subisce pressioni significative da parte degli stakeholder. L'effettivo funzionamento dei sistemi latini risulta tuttora ancora lontano da una reale propensione a rischiare ed investire, specialmente in attività di ricerca e sviluppo; se accettata dalle imprese, tale propensione potrebbe invece migliorare l'andamento economico e la competitività di diversi paesi europei. La sostanziale autonomia della proprietà nei processi decisionali e il controllo diretto sul

⁶⁹ Ciononostante si può assistere di fatto ad una certa immobilità della gestione, con il mantenimento di aree d'affari poco redditizie. Ciò si verifica in genere come conseguenza della scelta di non abbandonare talune attività, perché su di esse è stato costruito il successo dell'azienda in passato, oppure perché ricoprono un ruolo chiave per il mantenimento dei rapporti con determinati soci (tipicamente quando la proprietà dell'impresa è detenuta da un gruppo di azionisti legati da sindacati di voto o partecipazioni incrociate).

management sembra tradursi, piuttosto, nel perseguimento di obiettivi privati non sempre compatibili con le altre attese confluenti in azienda.

Un secondo aspetto su cui conviene soffermarsi attiene al ruolo dell'informazione ed alla sua accessibilità, a fronte della pretesa – comune a tutti i sistemi di governance – di disporre degli elementi conoscitivi necessari per valutare la performance delle imprese in chiave economica, competitiva e sociale.

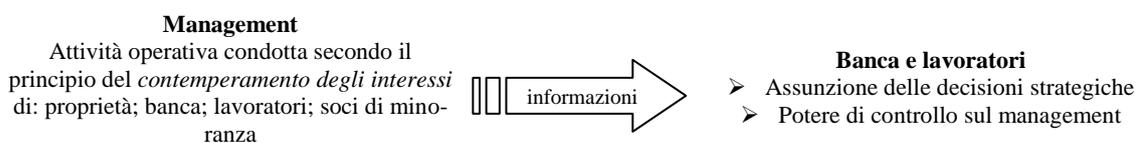
Come è rappresentato nella Figura 1.5, in tutti i sistemi il management dispone di una conoscenza approfondita dell'impresa, che gli consente di gestire l'attività secondo le linee di indirizzo fissate dai principali stakeholder nei modelli di tipo *insider* o definite dalla dirigenza stessa in caso di *outsider system* con controllo da parte del mercato. Ad evidenza, il management deve successivamente rendere conto del proprio operato ai suoi diretti "controllori", nei confronti dei quali deve esistere la massima trasparenza informativa, ma dovrebbe anche porre le basi per una conoscenza più approfondita dell'impresa da parte degli altri interlocutori sociali.

Figura 1.5 – Funzione di controllo e accessibilità delle informazioni nei modelli di governance

OUTSIDER SYSTEM



INSIDER SYSTEM – MODELLO RENANO



INSIDER SYSTEM – MODELLO LATINO



È utile ricordare che il presupposto per un efficace controllo da parte del mercato, nell'*outsider system*, consiste proprio nella disponibilità di informazioni sull'impresa⁷⁰. D'altra parte, i dirigenti hanno tutto l'interesse a comunicare all'esterno gli obiettivi perseguiti e i risultati raggiunti, ma anche i principi di fondo che ispirano il funzionamento dell'impresa: in questo modo il management cerca di qualificare l'immagine aziendale per gestire il consenso dell'ambiente (in particolare degli azionisti), agevolando lo sviluppo di relazioni positive e l'acquisizione di risorse.

D'altra parte, la mancanza di informazioni non è tollerata dal mercato e, qualora si verifici, finisce con il ripercuotersi sull'impresa stessa che non ha adempiuto agli obblighi (formali o informali) di comunicazione. La cessione dei titoli da parte degli azionisti preoccupati per la reticenza del management comporterebbe, infatti, un istantaneo ribasso dei prezzi e le sue ben note conseguenze.

Nell'*insider system*, la presenza di un azionista di controllo può invece comportare una minor attenzione per le attese conoscitive esterne e la tendenza a rispondere soltanto agli obblighi essenziali di comunicazione. Tale circostanza è tuttavia contrastata dal grado di influenza e coinvolgimento degli stakeholder nei processi di governo, che favorisce la circolazione delle informazioni perlomeno tra coloro che sono direttamente interessati alla funzionalità duratura dell'impresa.

Nel modello renano si assiste così alla condivisione delle informazioni tra azionista di maggioranza, banca di riferimento, organismo personale, management. In effetti, la ricerca di collaborazione tra questi soggetti presuppone un elevato livello di trasparen-

⁷⁰ Una ricerca condotta dall'Università di Brescia sull'impiego dello strumento Internet nella comunicazione economico-finanziaria delle società quotate, ha in effetti rilevato una maggiore propensione a diffondere informazioni da parte delle imprese britanniche e statunitensi, operanti in *outsider systems*, rispetto alle imprese di Italia, Francia e Germania, caratterizzate da un controllo di tipo *insider*.

È doveroso sottolineare, tuttavia, il miglioramento realizzato dalle aziende italiane rispetto al passato, nonché il ritardo delle imprese francesi e tedesche sulla strada della trasparenza. A tale proposito scrive Teodori: «A livello complessivo e con riguardo all'Italia, si osservano significativi progressi rispetto al passato, che l'hanno portata ad allinearsi ai paesi anglofoni, che fino ad oggi – soprattutto gli Stati Uniti – erano considerati “avanzati” in tema di comunicazione online. Risultati certamente meno apprezzabili per gli altri due paesi europei che, sempre in termini generali, presentano performance comunicative assai meno soddisfacenti e tra loro simili. [...]»

Nell'ambito delle imprese ad elevata capitalizzazione, la valutazione non diverge dalla complessiva se non per il fatto che la Francia si allinea sostanzialmente agli altri paesi, lasciando in una posizione di ragguardevole ritardo la Germania.

Infine, con riferimento alle imprese del Nuovo Mercato, si inverte la situazione di Francia e Germania, con la posizione deficitaria della prima». Teodori C. (2003), “La comunicazione economica tramite web: una comparazione internazionale”, in Salvioni D. M. e Teodori C. (a cura di), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, p. 410.

za, in ogni caso imposto anche dal legislatore che prevede per i dirigenti l'obbligo di informare il consiglio di sorveglianza sui risultati raggiunti. Nei confronti del mercato finanziario, la comunicazione può risultare però alquanto deludente.

Nel sistema latino la supremazia della proprietà rispetto agli altri stakeholder rischia di ostacolare la circolazione delle informazioni; ciò provoca un'asimmetria informativa che penalizza gli azionisti di minoranza e rende meno efficiente l'allocazione delle risorse tra le imprese che accedono al mercato dei capitali.

Nel complesso, bisogna prendere atto che la scarsa necessità e volontà delle imprese renane e latine di fare ricorso al mercato azionario in maniera più incisiva, può portare ad una comunicazione esterna incompleta e parziale⁷¹. In ogni caso, ciò che più conta è l'atteggiamento adottato dalle imprese nella comunicazione, che per supportare la positiva interazione con l'ambiente deve essere improntata ai valori della trasparenza e della correttezza. Questo vale sia per le imprese appartenenti agli *insider systems*, che avvertono un'esigenza meno stringente di diffondere le informazioni sulla gestione, sia per le aziende degli *outsider systems*, che si confrontano costantemente con il mercato, ma non sempre con onestà e seria attenzione per gli investitori.

Un'ultima riflessione si concentra sulla lenta ma progressiva convergenza dei modelli di governance, spinta probabilmente dai fenomeni di globalizzazione e di competitività tra le grandi imprese, anche al di fuori dei confini nazionali. Si ritiene utile precisare, tuttavia, che non si sta assistendo all'affermazione di un unico sistema di governance, piuttosto alla sovrapposizione di modelli differenti in uno stesso paese, nonché al tentativo di recuperare, all'interno di un dato sistema, gli aspetti più apprezzabili che si sono sviluppati negli altri modelli di governo aziendale.

In un primo momento si può essere portati a credere che la crescita dimensionale delle imprese e la loro espansione anche all'estero, rendendo sempre più importante il ricorso al mercato dei capitali, favoriscano l'evoluzione dei sistemi renano e latino verso una governance di tipo anglosassone. È innegabile che la considerazione delle imprese per i piccoli azionisti stia aumentando anche nei paesi europei, dove i legislatori e gli organismi di gestione dei mercati si stanno impegnando in prima persona per fissare le garanzie fondamentali a protezione dei risparmiatori, in aggiunta al controllo

⁷¹ Sul tema si veda di Donato F. (2005), "I diversi modelli di corporate governance. Un'analisi comparata", in Fiori G. e Tiscini R., *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informazione aziendale*, FrancoAngeli, Milano, pp. 105-106.

sul management che dovrebbe avvenire ad opera del mercato. Al riguardo si pensi alle disposizioni in tema di reati societari e di responsabilità delle imprese e dei componenti dei loro organi ma anche alle norme e alle raccomandazioni sull'indipendenza dei soggetti incaricati di effettuare i controlli sull'amministrazione dell'azienda.

Ad ogni modo, è pure vero che nelle aziende anglosassoni si sta diffondendo l'attenzione per le attese (anche extra-economiche) degli stakeholder diversi dagli azionisti, che non possono più essere trascurati nei processi decisionali di rilevanza strategica: da questo punto di vista, è l'*outsider system* che si sta avvicinando ai sistemi dell'Europa continentale.

Un altro elemento di convergenza riguarda l'esistenza di investitori istituzionali: tali organismi riescono a raggruppare una moltitudine di piccoli azionisti e, sostituendosi a loro per mezzo delle deleghe, possono esercitare una influenza non indifferente sull'alta direzione, sia nei sistemi *outsider* sia in quelli *insider*. Il modello americano di corporate governance può quindi venire ad assomigliare, in un certo senso, a quello tedesco, dove sono le banche a rappresentare i risparmiatori in assemblea.

Da ultimo si ricorda il caso italiano: per effetto delle riforme del diritto societario dell'ultimo decennio, come già anticipato il nostro Paese presenta oggi – almeno a livello legislativo – una pluralità di sistemi di governance. A fianco della struttura di governo e di controllo tradizionale (con consiglio di amministrazione e collegio sindacale) associabile al modello latino, troviamo un sistema monistico pensato per le grandi imprese orientate ai mercati finanziari, sullo stampo dell'*outsider system*, ed un modello dualistico ripreso dal contesto renano, nel quale si cerca di allontanare il management dal controllo diretto della proprietà.

1.4.2. One-tier system e two-tier system

La seconda classificazione dei modelli di governance si basa sulle relazioni esistenti tra gli organi istituzionali, con enfasi sul grado di separazione dei poteri di amministrazione e controllo. Ad evidenza, per offrire maggiori certezze sull'equilibrato soddisfacimento delle attese dei vari interlocutori aziendali, è importante che soggetti diversi siano incaricati delle funzioni di gestione e di monitoraggio delle attività; tutta-

via, gli ordinamenti giuridici nazionali, le prassi ed i codici di best practice rispondono con modalità differenti a questa esigenza. In effetti, è possibile distinguere tra⁷²:

- sistemi di governance in cui i poteri in questione sono conferiti a persone diverse ma appartenenti ad uno stesso organo eletto dall'assemblea, tanto da poter parlare di *one-tier systems* (modelli ad un solo livello);
- 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*) all'interno della quale l'assemblea dei soci nomina l'organo di controllo, che a sua volta elegge l'organo amministrativo. I due 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.

Il sistema ad un solo livello caratterizza le imprese americane e inglesi, ma è presente anche nell'Europa latina in Spagna, Portogallo e Italia; nel nostro Paese è di recente introduzione e coincide con il modello di governance monistico.

In un sistema di tipo *one-tier*, l'organo fondamentale per il funzionamento dell'azienda è il consiglio di amministrazione (*board of directors*), che comprende due tipologie di membri, esecutivi e non esecutivi. Esso è tipicamente investito dei seguenti compiti: pianificazione strategica; indirizzo e controllo della gestione operativa, affidata al management; orientamento dell'organizzazione ad assumere comportamenti socialmente responsabili; promozione della trasparenza nelle relazioni interne e, soprattutto, esterne.

Gli amministratori esecutivi costituiscono il management dell'impresa ed assolvono alle funzioni operative; talvolta si tratta di individui che detengono una quota importante del capitale sociale o sono di fatto nominati dalla proprietà. Tra di essi viene sovente scelto il presidente del consiglio di amministrazione, anche se questa prassi è stata più volte criticata, come si osserverà in seguito.

Sono gli *executives* a predisporre i progetti strategici e a provvedere alla loro attuazione, dopo che sono stati discussi e approvati dall'intero consiglio di amministrazione. Tale procedura prevede l'intervento degli amministratori non esecutivi ed assicura

⁷² Si veda in proposito Fortuna F. (2001), *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano, pp. 87-88.

una maggiore obiettività e razionalità di giudizio, poiché i *non-executive directors* non sono coinvolti in prima persona nella gestione e non hanno legami con la proprietà dell'impresa (si parla, infatti, anche di *outside directors*), configurandosi in genere anche come amministratori indipendenti.

È doveroso sottolineare che le scelte del consiglio di amministrazione – determinando l'indirizzo complessivo del governo d'impresa – coinvolgono tutti i suoi membri, che ne sono responsabili in modo unitario: ciò resta vero nonostante soltanto alcuni componenti dispongano di deleghe esecutive per dare attuazione alle decisioni assunte dal consiglio.

Peculiarità del sistema *one-tier* è che ai componenti non esecutivi è attribuito anche il potere di controllo sull'amministrazione. L'estraneità degli *outside directors* dall'esercizio diretto della gestione li rende, infatti, particolarmente adatti ad operare nell'interesse degli stakeholder esterni, vigilando su: il corretto svolgimento delle operazioni; l'impiego efficiente ed efficace delle risorse; la gestione dei rischi; l'equità di trattamento degli stakeholder. Affinché possano svolgere le funzioni di controllo che sono loro demandate, gli amministratori non esecutivi necessitano tuttavia di essere convenientemente informati dai componenti del *board* in merito all'andamento degli affari, non prendendo parte attivamente alla gestione dell'azienda.

Un sistema di governance così articolato potrebbe far sorgere delle perplessità.

In primo luogo, si potrebbe criticare la modalità di nomina e revoca dell'organo di controllo, visto che è il *board* stesso a nominare i controllori, per di più al proprio interno. Da questo punto di vista bisogna, però, tenere presenti i requisiti di indipendenza previsti per coloro che assumono la carica di *non-executive directors* (requisiti che devono essere adeguatamente comunicati agli stakeholder, in particolare in caso di società quotate); non si può trascurare nemmeno il fatto che gli amministratori preposti alla vigilanza non possano esercitare le funzioni manageriali. In sostanza, sembrano esistere sufficienti garanzie di imparzialità nelle valutazioni degli *outside directors*, a dispetto della loro appartenenza al consiglio di amministrazione.

Un secondo possibile problema riguarda il grado di approfondimento e la qualità delle informazioni a disposizione degli amministratori non esecutivi. La comunicazione dei fatti gestionali a tutto il *board* e, in particolare, ai membri che non hanno preso parte alla gestione è una responsabilità imposta ad ogni amministratore, con una fre-

quenza prestabilita (ad esempio, nel sistema monistico italiano ogni tre mesi). Per una maggior tutela degli stakeholder, agli amministratori non esecutivi è altresì riconosciuto il potere-dovere di raccogliere, presso gli organi delegati, tutte le altre informazioni utili a formulare le proprie considerazioni e a verificare il rispetto delle condizioni di economicità e di correttezza del governo aziendale.

Se può sorgere il timore che la comunicazione interna al *board*, proveniente dai soggetti controllati, sia incompleta e tendenziosa, è importante tenere presente che esiste un valido potere dei controllori a verificare il contenuto dei messaggi e dei documenti, acquisendo informazioni aggiuntive. L'appartenenza al consiglio di amministrazione dovrebbe inoltre agevolare l'ottenimento, riducendo i tempi e i costi connessi.

Nel *two-tier system* si assiste, invece, ad una situazione in cui l'assemblea dei soci nomina l'organo di controllo e questo seleziona poi i componenti dell'organo di governo (che può anche revocare). Il modello di governance in oggetto presenta due livelli in quanto è stabilita l'incompatibilità tra le cariche di controllore e di controllato, ossia di membro del *supervisory board* e del *management board*; esempi di *two-tier system* si riscontrano in Germania, come già ampiamente descritto, Svizzera, Austria e Italia, dove le società per azioni possono oggi optare per il modello dualistico.

La struttura a due livelli genera una dissociazione tra la proprietà dell'impresa e l'esercizio dei poteri di governo economico. Infatti, la gestione della società è affidata generalmente ad un *management board* formato da dirigenti professionisti, che non rientrano necessariamente nella compagine azionaria: al contrario, possono essere richiesti specifici requisiti di indipendenza e onorabilità.

Il *management board* formula i piani strategici ed è responsabile della realizzazione dei programmi operativi; le sue deliberazioni possono, tuttavia, essere sottoposte all'autorizzazione del *supervisory board*, il cui potere di intervento è più o meno intenso a seconda degli ordinamenti nazionali⁷³.

Il *supervisory board* vigila sulla corretta amministrazione dell'impresa da parte del *management board* e, più in generale, sull'adeguatezza dei sistemi di organizzazione e di controllo interno; per adempiere ai propri compiti, ha il diritto di pretendere notizie sulla gestione e sui risultati raggiunti, nonché di procedere ad ispezioni.

⁷³ Ad esempio, i poteri del consiglio di sorveglianza tedesco sono più pervasivi rispetto a quelli del suo equivalente italiano nel sistema dualistico.

Si osservi inoltre che nei *two-tier systems* verticali, l'organo di controllo detiene alcune competenze che altri modelli di governance riservano all'assemblea (è il caso del modello *one-tier* ma anche del sistema tradizionale italiano, di cui si tratterà a breve). L'esempio più significativo è l'approvazione del bilancio d'esercizio⁷⁴: in presenza di proprietà diffusa e frazionata, l'organo di controllo nel sistema a due livelli è infatti deputato ad assumere una decisione rilevante nell'interesse dei soci che, in molti casi, non dispongono delle competenze tecnico-contabili necessarie per comprendere e valutare il progetto di bilancio e, spesso, non sono neppure intenzionati a prendere parte all'assemblea.

A metà strada tra i sistemi di governance presentati (*one-tier* e *two-tier*), si può collocare il modello tradizionale italiano, nel quale i due organi di amministrazione e di controllo sono separati e nominati ciascuno dall'assemblea dei soci⁷⁵.

La gestione dell'impresa è affidata al consiglio di amministrazione (o all'amministratore unico), che può delegarne l'esercizio ad uno o più membri dai quali deve essere regolarmente informato sull'andamento della gestione. Lo stesso diritto spetta al collegio sindacale, ovvero l'organo istituzionale preposto ad operare nell'interesse degli stakeholder esterni, pur essendo nominato dalla stessa assemblea che elegge il consiglio di amministrazione. Il collegio sindacale è chiamato, infatti, ad esercitare un controllo di legalità sugli atti di gestione ed a vigilare sulla correttezza dell'amministrazione, della struttura organizzativa, amministrativa e contabile e sul suo concreto funzionamento. Anche in questo caso l'autonomia e l'obiettività dell'organo di controllo sono assicurate dai requisiti di indipendenza previsti dalla legge e tesi ad escludere ogni forma di legame personale ed economico tra i sindaci e gli amministratori.

Nel modello tradizionale italiano la protezione degli interlocutori aziendali, a cominciare dai soci di minoranza, è stata peraltro rafforzata dal legislatore e per effetto del codice di autodisciplina delle società quotate, che prevedono rispettivamente:

- la nomina di uno o più sindaci effettivi da parte delle minoranze⁷⁶;

⁷⁴ L'approvazione del documento di bilancio da parte dell'organo di controllo è prevista sia dal diritto tedesco, sia da quello italiano con riferimento al sistema dualistico.

⁷⁵ In modo analogo si presenta il sistema giapponese.

⁷⁶ In base all'art. 148 del Testo Unico della Finanza (D.lgs. 58/98), l'atto costitutivo deve contenere le clausole necessarie ad assicurare che un membro effettivo sia eletto dalla minoranza; se il collegio

- la presenza di un adeguato numero di amministratori indipendenti e non esecutivi all'interno del *board*, ai quali affidare la responsabilità sui sistemi di remunerazione dei componenti del consiglio e sul controllo interno.

Nel complesso, si sta assistendo dunque ad un potenziamento delle funzioni di controllo nell'ambito dell'attività di corporate governance. Anche nel sistema tradizionale questo si traduce nell'attribuzione di poteri di vigilanza sempre più severi non soltanto ai sindaci, ma anche agli amministratori indipendenti. La necessità di coordinamento tra gli organi incaricati delle funzioni di monitoraggio e supervisione determina altresì un più intenso scambio di informazioni, improntando ad una crescente trasparenza le relazioni che ne derivano.

Nel proseguimento del lavoro si affronta l'analisi dei modelli di governance adottati nei principali paesi stranieri e in Italia. L'obiettivo è individuare in che modo i diversi contesti nazionali e le caratteristiche dei mercati finanziari hanno influito in passato e influiscono tuttora sui principi, sulle strutture e sui processi di governo e di controllo delle imprese. Si cerca inoltre di far emergere le "direttrici" che stanno ispirando in tutto il mondo, da alcuni anni, un processo di riforma della corporate governance teso ad accrescere la protezione degli azionisti di minoranza e degli altri stakeholder aziendali.

comprende più di tre membri, alla minoranza deve essere riconosciuto il potere di eleggere almeno due sindaci.

CAPITOLO 2

I SISTEMI DI CORPORATE GOVERNANCE NEL MONDO

SOMMARIO: 2.1. I sistemi di corporate governance nei principali paesi esteri – 2.1.1. Gli Stati Uniti – 2.1.2. La Gran Bretagna – 2.1.3. La Germania – 2.1.4. La Francia – 2.1.5. Il Giappone – 2.2. La corporate governance in Italia – 2.2.1. I sistemi previsti dal legislatore – 2.2.2. Il sistema delineato dal codice di autodisciplina – 2.2.3. Gli organi e i processi di controllo – 2.2.4. Altre previsioni in materia di corporate governance

2.1. I sistemi di corporate governance nei principali paesi esteri

Nella prima parte del presente capitolo si intendono approfondire le caratteristiche dei sistemi di corporate governance in alcuni paesi stranieri (Stati Uniti, Gran Bretagna, Germania, Francia, Giappone), per poter successivamente stabilire se esistano somiglianze significative con i modelli previsti dal legislatore italiano: in particolare è interessante capire quale sia stata l'influenza dei modelli adottati all'estero sull'introduzione, anche nel nostro paese, del sistema monistico e di quello dualistico verticale, per poi riflettere sulle potenzialità di successo di tali strutture.

In effetti, è difficile che un modello di governance possa essere “esportato” e risultare subito efficace, poiché esistono senz'altro alcuni fattori che condizionano il suo funzionamento e che non sono immediatamente ripetibili in contesti nazionali diversi. In termini generali, questi possono essere ricondotti:

- a) al grado di sviluppo del sistema economico;
- b) all'attivismo dei mercati finanziari;
- c) alla protezione offerta dalla legge ai diversi interlocutori aziendali;
- d) al ruolo svolto dallo stato nell'economia, come semplice “regolatore” e garante del sistema o come soggetto dirigista;
- e) alla cultura dominante, in particolare per quanto riguarda alcuni valori di fondo come l'assunzione della responsabilità per le proprie azioni, il superamento dei conflitti di interesse, la ricerca di collaborazione tra le parti;
- f) alla quantità e alla qualità delle informazioni sull'attività d'impresa diffuse nell'ambiente.

Non si può negare, tuttavia, che l'osservazione delle realtà straniere abbia favorito la diffusione dei principi e delle pratiche di governo più apprezzabili maturati in alcu-

ni paesi, anche se in certi casi hanno costituito un'inevitabile reazione alle imperfezioni della legge, che non è riuscita ad impedire i pericolosi abusi di potere dei vertici di alcune aziende a danno degli azionisti e degli altri operatori economici.

Una tendenza comune a tutti i sistemi economici avanzati è delineare un complesso di regole per il buon governo societario più tecniche e penetranti rispetto a quelle fissate, in maniera vincolante ma a volte troppo generale, dai legislatori nazionali: in questo senso la Gran Bretagna – paese di *common law* – ha fatto scuola offrendo, con il *Cadbury Code* del 1992, il primo esempio importante di autoregolamentazione in materia di governance delle grandi imprese.

Da quel momento, numerosi gruppi di studio rappresentativi degli emittenti o delle società di gestione del risparmio, talvolta in collaborazione con esponenti del mondo politico, hanno promosso la stesura di codici di autodisciplina finalizzati a diffondere elevati standard di comportamento per i vertici aziendali¹, basati su una chiara ripartizione dei poteri, sulla trasparenza tra gli organi e nei confronti del pubblico, sull'indipendenza di un certo numero di amministratori per evitare che le decisioni avvantaggino gli azionisti di maggioranza.

La finalità dei codici di best practice consiste nel rendere più efficace il funzionamento degli organi di governo e di controllo, al di là di quanto riescano a fare le norme imperative che, spesso, fanno riferimento non ai modelli più virtuosi, bensì solamente a degli standard minimi accettabili. Regole più stringenti, che vanno talvolta a colmare i vuoti legislativi e che, soprattutto, provengono direttamente dal mondo imprenditoriale possono fornire rassicurazioni più ampie agli stakeholder – primi fra tutti gli investitori – migliorando così i rapporti tra le imprese e i mercati finanziari.

I codici di autodisciplina possono anche rappresentare, in effetti, una presa di posizione delle società nei confronti di episodi riprovevoli che rischiano di intaccare la fiducia degli stakeholder nei confronti dell'intero sistema: da questo punto di vista, pos-

¹ Si osservi che l'iniziativa autoregolamentare non è presa necessariamente dalle società a cui saranno indirizzati i codici (normalmente le imprese quotate), in quanto i soggetti interessati alla correttezza del loro governo sono decisamente più numerosi. Non sono soltanto le istituzioni pubbliche ad appoggiare e partecipare alla predisposizione dei documenti, bensì anche particolari tipologie di istituzioni private che, per vari motivi, trovano opportuno pretendere la massima integrità e professionalità da parte di coloro che amministrano e controllano le società operanti nei mercati finanziari. È questo il caso delle associazioni dei *directors*, che cercano di preservare l'immagine dell'intera categoria, e soprattutto degli investitori istituzionali (si pensi ai fondi pensione), che avvertono il dovere di influenzare positivamente la governance delle imprese nelle quali investono, per proteggere gli interessi di chi ha affidato loro i propri risparmi.

sono essere interpretati come una forma di autodifesa pensata dalle aziende stesse, relativamente flessibile e adattabile (perché nasce dal mercato, in funzione delle sue esigenze e perché consente di sperimentare soluzioni alternative), anche se non sempre vincolante per i suoi destinatari.

Non va dimenticato, tuttavia, che l'autodisciplina può esercitare uno stimolo per il legislatore o può trovare l'appoggio delle autorità di vigilanza, tanto che la dichiarazione sul grado di adesione ai codici tende a diventare sempre più spesso una condizione formale o sostanziale per accedere ai mercati²; in caso di parziale o mancata adesione, è richiesto infatti di rendere pubbliche le motivazioni³.

Grazie all'autoregolamentazione, le specifiche strutture di corporate governance presenti nei diversi contesti nazionali tendono oggi ad avvicinarsi in maniera sempre più netta. Se è vero che resistono le differenze tecniche tra i modelli (*insider* o *outsider*, *one-tier* o *two-tier*), è ancora più vero che in tutti i paesi avanzati si sta affermando un profondo apprezzamento per quei principi di fondo che sono ritenuti essenziali

² Si ricorda su tutti il caso della London Stock Exchange, che ha iniziato a valutare l'opportunità di vincolare la governance delle società quotate fin dal momento in cui è entrato in vigore il *Cadbury Code*. Nel documento si legge, infatti: «The London Stock Exchange intend to require all listed companies registered in the United Kingdom, as a continuing obligation of listing, to state whether they are complying with the Code and to give reasons for any areas of non-compliance».

La posizione della borsa londinese si è nel tempo maggiormente radicata, tanto che il *Combined Code* del 1999 richiede espressamente alle imprese, quale condizione per ammetterle alla quotazione, una relazione articolata in due parti e che descriva con minuziosità:

- a) nella prima parte, le strutture e i principi di governance concretamente adottati, in modo che agli investitori sia chiaro il grado di applicazione del codice di autodisciplina;
- b) nella seconda parte, gli eventuali motivi che hanno portato a disattenderlo.

³ Dato che non sono emanati dal legislatore, i codici di autoregolamentazione non possono comportare sanzioni in caso di inadempimento. Non va sottovalutato, però, il frequente ricorso alla cosiddetta formula "*comply or explain*", tale per cui devono essere manifestati apertamente – nella relazione sulla corporate governance o in apposite sezioni del bilancio d'esercizio – i motivi che hanno spinto l'azienda a non aderire al codice: qualora queste ragioni non siano pienamente condivisibili dagli stakeholder, le conseguenze della scelta saranno certamente negative per l'impresa che l'ha fatta e costituiranno di per sé una sanzione effettiva per non aver accettato le best practice in tema di governo e controllo.

Si può affermare dunque che l'efficacia di un codice di autodisciplina dipende in particolare dai seguenti aspetti:

- quanto è forte il consenso per le raccomandazioni contenute nel documento e per il fatto che l'iniziativa regolamentare sia stata assunta dagli stessi destinatari di quelle raccomandazioni;
- la possibilità di monitorare dall'esterno il grado di adesione al codice, facendo riferimento ad elementi formali e oggettivi (ad esempio, il numero di amministratori indipendenti);
- la "pressione sociale" di investitori istituzionali, analisti, stampa in caso di *non-compliance* sostanziale.

Si veda in proposito Di Noia C. (2005), *Il ruolo e l'evoluzione dei codici di autoregolamentazione: il caso italiano*, relazione presentata al convegno *La corporate governance tra mutamenti normativi ed evoluzione dei modelli aziendali*, Luiss Guido Carli, Roma, 10 maggio.

al fine di tutelare equamente le attese convergenti nelle imprese e che costituiscono, per questo, il cuore di tutti i codici di autodisciplina.

2.1.1. Gli Stati Uniti

La realtà statunitense si caratterizza principalmente per un mercato che esercita la funzione di controllo sulle grandi imprese a proprietà diffusa e frammentata (*public companies*), nelle quali l'assemblea dei soci non svolge alcun ruolo sostanziale, diversamente dal *board of directors*, l'organo che detiene i poteri di amministrazione e di sorveglianza. In sintesi, il contesto americano si qualifica come un *outsider system*, in cui la struttura di governance delle società è riconducibile al modello *one-tier*.

L'attuale assetto del mercato e delle imprese si è affermato a partire dalla fine dell'Ottocento, in concomitanza con lo sviluppo della public company e con la conseguente separazione tra proprietà e controllo dell'impresa⁴. In effetti, alcune condizioni hanno favorito la diffusione della grande impresa negli Stati Uniti in misura molto più rilevante che in Europa:

- innanzitutto, ha contribuito alla crescita delle aziende la dimensione del mercato interno per la vendita dei prodotti, insieme alla possibilità di commerciare sull'intero territorio nazionale in assenza di dazi doganali tra gli stati federati;
- in secondo luogo, va ricordato il fenomeno della concentrazione tra imprese operanti nello stesso settore, attraverso fusioni e acquisizioni: tale pratica non era infatti ostacolata dalla legge antitrust, che con lo Sherman Act del 1895 già vietava, tuttavia, gli accordi per la limitazione della concorrenza che avrebbero danneggiato i consumatori;
- anche la realizzazione delle economie di scala nella produzione ha incentivato la crescita dimensionale delle imprese americane, favorita altresì dagli investimenti sostenuti congiuntamente da più imprenditori per acquistare immobilizzazioni tecniche e per condurre attività di ricerca e sviluppo;

⁴ Per approfondimenti e considerazioni sull'evoluzione del sistema di governance statunitense, si rinvia a Di Toro P. (2000), *Governance Etica e Controllo*, Cedam, Padova, p. 99 e ss.

- infine, ha avuto un ruolo non indifferente la disponibilità di infrastrutture pubbliche per il trasporto, che ha permesso l'apertura di filiali in tutto il paese in prossimità dei più importanti mercati di approvvigionamento e di sbocco.

L'aumento delle dimensioni aziendali e l'allungamento della catena del valore fino a ricomprendere i processi a monte ed a valle, hanno a loro volta determinato la necessità di conoscenze altamente specifiche e di competenze professionali per la conduzione dell'attività economica, difficilmente riscontrabili in una sola persona e, in particolare, negli stessi soggetti che disponevano delle risorse finanziarie e produttive. Si è così affermata la figura del manager, che ha finito con il sostituire quella del proprietario-imprenditore. Tale evoluzione è stata agevolata, inoltre, dall'atteggiamento degli imprenditori le cui aziende venivano incorporate in altre più potenti: molti di loro rinunciavano a partecipare direttamente alla gestione della nuova realtà economica, mantenendo il diritto agli utili collegato alle azioni loro attribuite.

Nel frattempo si espandeva anche il mercato azionario, che risultava sempre più attrattivo anche per i piccoli risparmiatori penalizzati dalla scarsa redditività dei titoli a tasso fisso. Da ciò derivavano due importanti conseguenze per le imprese. A livello gestionale, l'accessibilità a una grande quantità di risorse finanziarie aggiuntive costituiva il presupposto per il continuo sviluppo delle attività, anche in forma conglomerale mediante l'ingresso in nuovi settori; dal punto di vista istituzionale, si accentuava ulteriormente la distinzione tra i conferenti di capitale e gli amministratori dell'impresa.

Il crollo della borsa di Wall Street nel 1929 e la dilatazione della crisi a tutto il sistema economico – con il pesante coinvolgimento delle banche, che fino a quel momento avevano investito sensibilmente nel capitale delle imprese – hanno segnato una tappa fondamentale nell'evoluzione della public company e del mercato finanziario statunitense. Infatti, per recuperare la fiducia dei risparmiatori veniva istituita la SEC (*Securities and Exchange Commission*), organo di vigilanza sul mercato e fatto divieto alle banche commerciali di conferire capitale di rischio nelle imprese. Inoltre, per gli investitori istituzionali erano fissati i limiti massimi alla partecipazione al capitale di una stessa impresa, imponendo di fatto la diversificazione del portafoglio e il contenimento del rischio: questo portava all'affermazione delle banche d'investimento, dei fondi comuni e dei fondi pensione, a cui i risparmiatori iniziavano a trasferire risorse.

Da allora tali istituzioni ricoprono una posizione di prim'ordine nell'assetto societario delle imprese americane⁵.

I fatti illustrati spiegano come si sia affermato il sistema di governance tipico degli Stati Uniti, con un mercato azionario molto attivo che, messo nelle condizioni di operare con efficienza, si sostituisce agli azionisti per sanzionare il management responsabile di risultati inadeguati.

Tuttavia, il management non può essere lasciato privo di controlli dalla società e infatti il suo operato è sottoposto ad una sorta di controllo autorizzativo da parte del consiglio di amministrazione, che vigila poi sulla gestione e sui risultati. Si tratta di una procedura accolta e appoggiata da numerosi codici, principi e best practice di corporate governance rivolti alle imprese statunitensi; queste, operando in un ambiente contraddistinto dalla *common law*, in effetti sono da lungo tempo destinatarie di raccomandazioni provenienti da svariati, autorevoli organismi che hanno cercato di orientarne il comportamento all'equità, alla correttezza e alla trasparenza⁶.

⁵ Nelle imprese statunitensi «oltre il 50% delle azioni quotate, sono detenute da *fondi pensioni e fondi comuni di investimento* e gestite opportunamente, secondo logiche di *diversificazione di portafoglio* e di *massimizzazione*, oltre che del rendimento, della liquidità». Fortuna F. (2001), *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano, pp. 96-97.

⁶ Tra le istituzioni che si sono fatte promotrici di codici di best practice in tema di corporate governance – prima e dopo la crisi di fiducia nei confronti delle società quotate che ha avuto inizio con il caso Enron – si ricordano: le associazioni dei *directors* Business Roundtable e NACD; i fondi pensione TIAA-CREF e CalPERS; l'associazione degli investitori istituzionali CII; l'Institute of Internal Auditors, che sostiene i principi di corporate governance elaborati dal Corporate Governance Center della Kennesaw State University.

È doveroso sottolineare, tuttavia, che i codici promossi da questi organismi sono successivi ai principi di corporate governance formalizzati ed applicati dalla General Motors dall'inizio del 1994 e soggetti a revisione annuale.

Le *Guidelines* della General Motors hanno rappresentato per lungo tempo un punto di riferimento importante per le società quotate americane e, nel documento tuttora in vigore, considerano i seguenti aspetti, ripresi sostanzialmente – in misura più o meno accentuata – nei codici predisposti negli anni successivi dai vari organismi ricordati:

- selezione degli amministratori e composizione del *board*;
- selezione e ruolo del presidente e del *Chief Executive Officer* (CEO);
- requisiti richiesti agli amministratori e relazioni tra questi ultimi, la società e gli stakeholder;
- relazioni tra il *board* e il senior management;
- riunioni del *board* e valutazione dell'attività svolta;
- composizione e funzionamento dei comitati interni al *board*;
- valutazione dell'operato del presidente e del CEO.

Analoghe problematiche sono discusse nei *Principles of Corporate Governance* della Business Roundtable, intervenuta nel settembre del 1997 con un primo documento, successivamente approfondito nel maggio del 2002 con particolare riferimento ai compiti e al funzionamento dei comitati istituiti all'interno del consiglio di amministrazione (più precisamente l'*audit committee*, il *corporate governance committee* e il *compensation committee*). Lo stesso documento si concentra, inoltre, sulla responsabilità dell'impresa nei confronti di azionisti, dipendenti, comunità di riferimento e autorità pubbliche.

Il sistema di corporate governance che contraddistingue gli Stati Uniti è primariamente orientato alla soddisfazione degli azionisti e si fonda sull'interazione e sulla collaborazione tra: il *board of directors*; il management; gli amministratori e gli altri soggetti incaricati del controllo interno; la società di revisione⁷.

Alla medesima associazione vanno attribuiti anche un documento sulla remunerazione degli amministratori esecutivi (*Executive Compensation: Principles and Commentary*) e uno studio specifico sul *corporate governance committee* (*The Nominating Process and Corporate Governance Committees: Principles and Commentary*), risalenti rispettivamente al novembre del 2003 e all'aprile del 2004.

La National Association of Corporate Directors (NADC) si è concentrata, invece, sulla comunicazione agli azionisti da parte del *board* di tutte le informazioni utili a comprendere la governance della società e la sua gestione operativa. Il documento (*Framework and tools for improving board-shareowner communications*, 2004) nasce dal riconoscimento di una diffusa insoddisfazione degli shareholder dovuta al "muro" che li separa dai consigli di amministrazione che essi stessi hanno eletto: questi si sono troppo spesso dimostrati chiusi e restii ad offrire comunicazioni chiare e complete sulla conduzione dell'azienda, disertando talvolta anche le assemblee annuali dei soci. Per questi motivi la NADC sente il dovere di suggerire alcuni fondamentali principi di comportamento nella comunicazione esterna, individuando le persone (un rappresentante del management e un amministratore indipendente) e le forme di divulgazione dei messaggi (incontri, e-mail, contatti telefonici, ...) più appropriate per soddisfare il fabbisogno conoscitivo degli shareholder.

Anche alcuni importanti fondi pensione si sono occupati direttamente delle best practice nella governance delle società quotate, al fine di incoraggiare l'adozione di comportamenti e pratiche che offrano la massima tutela possibile ai risparmiatori. A tale proposito il TIAA-CREF, fondo pensione degli insegnanti, afferma di farsi difensore e portavoce delle attese degli azionisti e dei partecipanti ai fondi, pretendendo un miglioramento della corporate governance «both as a means to improve long-term value for our participants and to foster the investor confidence necessary for the long-term viability of the free market system». Ad ogni modo, nel suo *Policy Statement on Corporate Governance* (2004), il TIAA-CREF sottolinea altresì la necessità di una assunzione responsabile e attiva da parte degli shareholder del proprio diritto ad eleggere il *board* e a monitorarne l'operato.

Anche il fondo pensione dei dipendenti pubblici della California (CalPERS) è intervenuto più volte nel dibattito sulla corporate governance, proponendo alcuni principi nell'aprile del 1998 (*Corporate Governance Core Principles & Guidelines*) e la loro rivisitazione nello stesso mese del 2005. In sintesi, il CalPERS si è concentrato sugli aspetti riguardanti la leadership nelle imprese e l'indipendenza degli amministratori, soffermandosi in particolare sulle figure del *Chairman*, del CEO e del *Lead Independent Director*.

Gli aspetti concernenti la remunerazione del management occupano, invece, ampio spazio nel codice del CII, il consiglio degli investitori istituzionali (*The Council of Institutional Investors Corporate Governance Policies*, 2005).

Infine, si ricordano i principi per una efficace governance delle società quotate proposti dal Corporate Governance Center della Kennesaw State University (*21st Century Governance and Financial Reporting Principles for U.S. Public Companies*, 2002). La loro importanza è dovuta al fatto che sono stati immediatamente accolti dall'Institute of Internal Auditors nelle sue *Recommendations for Improving Corporate Governance*, che costituiscono un position paper presentato dallo stesso IIA al Congresso americano nell'aprile del 2002.

L'interesse dell'IIA per i principi formulati dagli accademici deriva essenzialmente dal loro esplicito richiamo all'importanza dell'interazione tra *board*, management, revisore esterno ed internal auditor. Non stupisce, dunque, che il documento dell'IIA si concentri successivamente su:

- i controlli interni;
- la responsabilità del *board* in relazione alla diffusione al pubblico delle valutazioni sulla loro efficacia;
- l'attività di internal auditing;
- la figura dell'internal auditor, per quanto attiene alla professionalità e all'indipendenza.

⁷ Si legge in effetti nel position paper dell'IIA: «sound governance is dependent on the synergy generated among the four components of the governance system: the *board*, management, internal auditors,

La governance è affidata al consiglio di amministrazione eletto dall'assemblea dei soci, che con tale nomina esaurisce di fatto il proprio intervento nella vita dell'azienda. Al *board* sono assegnate sia le prerogative di governo sia i poteri di controllo, secondo i caratteri tipici del *one-tier system*; tali funzioni vengono concretamente ripartite all'interno del *board* tra i diversi componenti, sulla base delle loro qualità professionali (esperienza, competenze, conoscenze) e del rispetto di determinati requisiti personali (primo fra tutti l'indipendenza).

Il principale dovere del *board* consiste proprio nella nomina del *chief executive officer* (CEO), ossia l'amministratore che insieme al senior management e, eventualmente, ad altri *executive directors*⁸, si occupa della gestione operativa dell'azienda, operando come direttore esecutivo sotto la supervisione del *board*: il consiglio deve infatti continuamente verificare, per conto degli shareholder, che la gestione sia condotta con competenza e che le scelte del CEO siano eticamente condivisibili⁹. In altri termini, l'attività del *board* non può essere una inutile duplicazione dei compiti svolti dal CEO e dai suoi collaboratori, bensì deve costituirne il naturale ed efficace complemento. In questo senso, il consiglio di amministrazione deve:

1. prendere visione dei piani strategici e dei programmi annuali, predisposti dal CEO con la collaborazione del senior management;
2. suggerirne i più appropriati miglioramenti, agendo come interlocutore e consulente di riferimento per il CEO;
3. vigilare sulla implementazione delle strategie e sul rispetto dei budget;
4. valutare l'operato della direzione, decidendone eventualmente anche la sostituzione.

Il management, guidato dal CEO, è responsabile della creazione di valore per gli azionisti e non deve mai anteporre i propri obiettivi a quelli dell'azienda; al contrario, deve informare il *board* nel caso in cui si trovi in una condizione di conflitto di inte-

and external auditors. In order to achieve consistent and effective governance processes, all four groups must be in place and working cohesively». IIA (2002), *Recommendations for Improving Corporate Governance. A position paper presented by The Institute of Internal Auditor to the U.S. Congress*, 8 April.

⁸ Esponenti del management possono far parte del consiglio di amministrazione. Ad ogni modo, è piuttosto raro che i direttori di funzione o di filiale siano selezionati all'interno del *board*. È invece molto più frequente che il CEO sia l'unico consigliere investito anche di poteri esecutivi.

⁹ Le funzioni principali degli organi e dei soggetti chiave per la direzione e il controllo delle imprese statunitensi sono riprese da: The Business Roundtable (2002), *Principles of Corporate Governance*, May.

ressi. Qualificandosi come organo direttivo dell'impresa, il top management deve inoltre:

1. sviluppare una perfetta conoscenza delle operazioni di gestione corrente (“*the corporation's day-to-day business operations*”) che si riflettono sulla formazione del reddito;
2. sviluppare una profonda cognizione dei rischi che gravano sull'attività d'impresa;
3. progettare, realizzare e adeguare la struttura organizzativa, in modo che risulti sempre coerente con le esigenze dell'azienda e con l'evoluzione dell'ambiente esterno; a tale funzione si associa direttamente quella di selezionare i dirigenti.

Il CEO ricopre la posizione di vertice nella struttura organizzativa dell'impresa; pertanto, ci si aspettano da lui la massima serietà e l'impegno a diffondere standard di comportamento elevati. Il CEO, attivamente appoggiato dall'intero *board*, deve dunque operare affinché la cultura della legalità e dell'integrità sia fatta propria da tutto l'organismo personale, anche ai livelli inferiori.

La collaborazione tra il *board* e il CEO deve sistematicamente mirare alla piena tutela delle aspettative degli azionisti e degli altri stakeholder. Come ulteriore garanzia per questi soggetti, i codici di autodisciplina suggeriscono che il consiglio sia composto da una maggioranza sostanziale di amministratori indipendenti¹⁰, tra i quali dovrebbe essere scelto il *chairman*, ossia il presidente del consiglio di amministrazione. In tal modo si realizzerebbe, inoltre, l'effettiva separazione di questo ruolo da quello di CEO, evitando che il soggetto preposto alla gestione operativa possa anche guidare l'organo collegiale investito dei poteri di supervisione¹¹.

¹⁰ «A substantial majority of directors of the board of a publicly owned corporation should be independent of management, both in fact and appearance, as determined by the board». The Business Roundtable (2002), *Principles of Corporate Governance*, May, p. 12.

È importante precisare che la prescrizione in oggetto incontra una risposta positiva molto forte da parte delle società quotate americane.

¹¹ Il primo dei *Core principles* redatti dal CalPERS suggerisce in effetti che «a *substantial majority* of the board consists of directors who are independent», ma riconosce pure che tale condizione non è sufficiente per assicurare una governance ottimale: questa richiede che sia indipendente la “leadership” del *board*, ossia il *chairman*, che dovrebbe altresì fornire a tutti gli amministratori un esempio di comportamento obiettivo ed equilibrato nelle relazioni con la dirigenza. Cfr.: CalPERS (2005), *Corporate Governance Core Principles & Guidelines*, p. 4.

Si ricorda che il medesimo codice di corporate governance, nella Appendix B-1, definisce *indipendente* un amministratore che:

- non ha ricoperto funzioni esecutive nell'impresa negli ultimi cinque anni;
- non è consulente dell'azienda, né è legato alla stessa da contratti per servizi,
- non fa parte del senior management;
- non è socio di un importante cliente o fornitore della società;

L'indipendenza è riconosciuta come il requisito insostituibile per una sana corporate governance, poiché esclude che gli amministratori possano ricercare benefici privati collegati ad incarichi direttivi svolti nell'azienda in passato, a relazioni commerciali, finanziarie o di consulenza che li legano all'impresa, nonché a rapporti personali con i manager della società.

Tuttavia, nelle aziende americane accade quasi sempre che il CEO sia anche il presidente (ad evidenza, non indipendente) del *board*, situazione che può essere accettata a patto che esistano adeguati strumenti per monitorarne l'azione e vincolarne il comportamento, affinché non abbia luogo un abuso di potere. D'altra parte, bisogna riconoscere che quando il CEO è anche *chairman*, può agire come "ponte" tra il consiglio di amministrazione e il management, garantendo che i due organi perseguano gli stessi obiettivi con la massima sintonia¹². Ad ogni modo, se i due ruoli sono attribuiti ad una stessa persona, è auspicabile che il *board* nomini un *lead independent director* con funzioni di coordinamento e miglioramento dell'attività di tutti gli *outside directors*¹³. Il *lead independent director*¹⁴:

1. organizza le riunioni del *board* insieme al *chairman*-CEO;
2. agisce come intermediario tra il CEO e gli amministratori indipendenti;
3. sollecita il top management a trasferire agli amministratori indipendenti tutte le informazioni necessarie all'adempimento dei loro compiti di sorveglianza e verifica;
4. suggerisce come completare la comunicazione al mercato, se ne riscontra il bisogno;

-
- non fa parte di organizzazioni non profit che beneficiano di significative elargizioni da parte dell'impresa;
 - non è impiegato in una public company nel cui *board* siede un *executive officer* dell'azienda;
 - non ha intrattenuto le precedenti relazioni con soci dell'impresa;
 - non ha rapporti familiari stretti con nessuna delle persone che si trovano in una delle situazioni precedenti.

¹² È la Business Roundtable che, in qualità di associazione dei CEO, difende la doppia condizione di amministratore delegato e presidente del *board*, pur riconoscendo la piena autonomia statutaria su questo aspetto. Si veda in proposito: The Business Roundtable (2002), *Principles of Corporate Governance*, May, p. 13.

¹³ «When the chair of the board also serves as the company's chief executive officer, the board designates – formally or informally – an independent director who acts in a *lead capacity* to coordinate the other independent directors». CalPERS (2005), *Corporate Governance Core Principles & Guidelines*, p. 5.

Purtroppo, però, il suggerimento relativo alla nomina del *lead independent director* non sembra trovare particolare interesse da parte delle imprese statunitensi.

¹⁴ Cfr.: CalPERS (2005), *Corporate Governance Core Principles & Guidelines*, Appendix A.

5. vigila sul rispetto dei regolamenti interni di corporate governance e valuta l'opportunità di modificarli.

L'apprezzamento dell'indipendenza degli amministratori è basilare per poter selezionare i componenti dei principali comitati interni al *board*, istituiti come supporto all'organo collegiale, al presidente e al *lead independent director* al fine di approfondire particolari tematiche o svolgere specifici incarichi. Mentre alcuni comitati possono considerarsi volontari (ad esempio, il comitato etico¹⁵), altri hanno carattere obbligatorio: è il caso dell'*audit committee*, del *corporate governance committee* e del *compensation committee*.

L'*audit committee* deve essere composto esclusivamente da amministratori indipendenti (in genere tre o cinque), che non abbiano con l'azienda alcun rapporto di dipendenza lavorativa o di consulenza¹⁶. Le funzioni del comitato pertengono a tre aree: la valutazione dei rischi; il controllo sulla comunicazione economico-finanziaria; i rapporti con la società di revisione. Sinteticamente, si può affermare che l'*audit committee* si confronti con tutti i soggetti, interni ed esterni all'impresa, cui sono attribuite responsabilità di controllo; dal suo efficace funzionamento dovrebbe pertanto discendere la configurazione del sistema di controllo più adatta a tutelare le aspettative degli stakeholder.

Anche il *corporate governance committee*¹⁷ è costituito esclusivamente da amministratori indipendenti, per rafforzare il principio che i processi di governo economico d'impresa siano pienamente orientati alla soddisfazione degli shareholder e degli altri interlocutori sociali. I compiti del *corporate governance committee* consistono essenzialmente in:

- formulare le proposte di nomina degli amministratori, verificarne i requisiti di indipendenza e valutarne le performance;
- consigliare al *board* la costituzione e lo scioglimento dei comitati non obbligatori, in funzione delle effettive esigenze dell'impresa e dell'evoluzione ambientale;

¹⁵ Cfr.: CalPERS (2005), *Corporate Governance Core Principles & Guidelines*, p. 5.

¹⁶ La definizione di indipendenza dei membri dell'*audit committee* è contenuta nella Sec. 301 del *Sarbanes-Oxley Act*, emanato dal Congresso come misura per potenziare il sistema di controlli sulle società quotate, venuto palesemente meno nel caso Enron.

¹⁷ Per un'analisi dettagliata si veda: The Business Roundtable (2004), *The Nominating Process and Corporate Governance Committees: Principles and Commentary*.

- migliorare la comunicazione diretta al *board*, monitorando qualità, tempestività e completezza dei canali informativi interni;
- verificare il rispetto dei principi di corporate governance adottati dalla società e proporre l'aggiornamento, qualora non appaiono più efficaci.

Il *compensation committee* svolge due incarichi principali. In primo luogo, supervisiona il complessivo sistema di remunerazione dell'azienda, identificando e progettando gli incentivi (ad esempio i piani di stock option) più idonei ad incoraggiare il management e i dipendenti, con l'obiettivo di favorire lo sviluppo dell'attività sia nel breve che nel lungo termine e di creare valore per gli azionisti. Allo stesso modo, il comitato determina i compensi del CEO e del senior management, qualificandosi come l'organo a ciò più indicato, poiché indipendente. Il *compensation committee* deve inoltre provvedere alla diffusione di informazioni chiare e comprensibili su come è strutturata la remunerazione di amministratori e manager, da sottoporre all'approvazione degli shareholder¹⁸.

La trasparenza è, in effetti, il valore che sta alla base di qualsiasi sistema di corporate governance e riveste la massima importanza nei sistemi *market-oriented*. Nel caso statunitense, è responsabilità del CEO, con il sostegno di tutto il *board of directors*, istituire un rapporto fiduciario tra l'impresa ed i suoi interlocutori esterni, in un'ottica di consapevole gestione del consenso. A tale scopo il management deve predisporre i prospetti contabili da diffondere al pubblico per far conoscere la situazione finanziaria e patrimoniale dell'impresa ed il suo risultato economico, affinché gli investitori possano valutare la bontà della gestione, la solidità della struttura aziendale ed il grado di rischio cui vanno incontro.

In un contesto in cui all'*accountability* è attribuito un ruolo essenziale per l'efficace funzionamento del mercato, la correttezza dei documenti economico-finanziari deve essere attestata sotto giuramento dal CEO e dal CFO (*chief financial officer*)¹⁹. Per ga-

¹⁸ Cfr.: CII (2005), *The Council of Institutional Investors Corporate Governance Policies*, pp. 9-11.

¹⁹ Cfr.: Cammarata S. (2002), *Interventi del Sarbanes-Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate statunitensi*, Centro di ricerca per il diritto d'impresa, Luiss Guido Carli, Roma.

La responsabilità penale del CEO e del CFO per errori ed omissioni nei documenti contabili dagli stessi sottoscritti è prevista dal Sarbanes-Oxley Act, Sec. 906, § 1350: «Each periodic report containing financial statements filed by an issuer with the Securities Exchange Commission [...] shall be accompanied by a written statement by the chief executive officer and chief financial officer (or equivalent thereof) of the issuer.

rantire la massima chiarezza e veridicità dei contenuti, la disclosure finanziaria è altresì sottoposta alla supervisione del *board* e dell'*audit committee*.

La disciplina statunitense prevede anche, a questo punto, l'intervento di una società di revisione esterna, assolutamente indipendente dall'impresa, che deve esaminare i prospetti finanziari per appurare il rispetto dei principi contabili generalmente accolti. L'incarico alla società di revisione viene conferito dal *board*, su indicazione dell'*audit committee*; i due organi, insieme al management, devono inoltre vigilare costantemente sull'organizzazione interna, per impedire che possano avere luogo situazioni che compromettano l'autonomia di giudizio della società di revisione.

Il revisore esterno ha il dovere di informare l'*audit committee* e, per mezzo di questo, il *board of directors* in merito a: irregolarità accertate o presumibilmente individuate nella comunicazione economico-finanziaria; operazioni che potrebbero distorcere la fedele rappresentazione della situazione aziendale e del risultato d'esercizio; debolezza riscontrata nei sistemi di controllo interno. Nelle sue comunicazioni all'*audit committee*, la società di revisione deve essere imparziale, esplicita e tempestiva: l'interazione tra il revisore contabile esterno e l'organo interno di controllo dovrebbe così ovviare alle eventuali mancanze imputabili al management in relazione alle modalità di compilazione dei bilanci e alla responsabilità di tenere aggiornato il *board* sull'adeguatezza del sistema informativo-contabile.

Purtroppo, all'inizio di questo secolo sono emerse gravi lacune nel processo sinteticamente descritto. Le pesanti irregolarità e frodi contabili rinvenute nella comunicazione di alcune importanti società quotate²⁰ hanno reso necessario l'intervento deciso

The statement required [...] shall certify [...] that information contained in the periodic report fairly presents, in all material respects, the financial condition and results of operations of the issuer». L'Act precisa poi le sanzioni pecuniarie e le pene detentive stabilite in caso di sottoscrizione di documenti contabili non veritieri.

²⁰ Tra i tentativi più noti e significativi di mostrare performance soddisfacenti al mercato americano, mascherando l'appropriazione di ricchezza da parte degli amministratori, si ricordano i casi Enron, Worldcom, Tyco, Kmart, Adelphia, Global Crossing, AOL, Xerox, Bristol Myers.

Enron si avvaleva di società fittizie per realizzare transazioni che non venivano contabilizzate in bilancio. Worldcom manipolava i risultati mediante la contabilizzazione errata degli investimenti. Per quanto riguarda Tyco, gli amministratori usufruivano di finanziamenti agevolati per i dipendenti, senza che fossero adeguatamente rilevati in contabilità. Kmart ha registrato anticipatamente i ricavi legati ad un contratto pluriennale. La contabilità di Adelphia presentava, invece, i costi sostenuti dalla famiglia proprietaria per esigenze assolutamente private. Global Crossing rilevava vendite per servizi non erogati. AOL effettuava transazioni fittizie con altre imprese e commetteva irregolarità nella rappresentazione delle operazioni infragruppo. Xerox sovrastimava le riserve e registrava anticipatamente i ricavi. Bristol Myers contabilizzava certe vendite a prezzi scontati.

del legislatore, in un ambiente economico – come quello americano – in cui si è sostenuta da sempre la capacità del mercato di autoregolarsi e di sanzionare i comportamenti scorretti. Ad evidenza, il problema di fondo consiste nel fatto che il mercato reagisce alle informazioni diffuse dalle imprese e, sulla base di queste, ricerca un dato equilibrio; tuttavia, quando le informazioni sono distorte, manipolate o addirittura false, la situazione che viene a configurarsi sul mercato non può di certo essere giusta ed equilibrata per gli investitori e gli altri stakeholder.

La mancanza di onestà ed il perseguimento di interessi personali da parte di amministratori delegati e top manager, la dannosa collaborazione delle società di revisione che hanno tenuto nascoste le irregolarità (o che, comunque, non hanno proceduto con professionalità e attenzione alla revisione della contabilità) e, infine, la fragilità dei controlli interni hanno quindi imposto l'emanazione di una disciplina ad hoc studiata dalle autorità politiche per contrastare la sfiducia diffusasi nei mercati e rilanciare l'economia. A sostegno del corretto funzionamento del mercato a tutela degli investitori, che è strettamente connesso alla disponibilità di informazioni chiare e complete sulle imprese, il 30 luglio del 2002 è stato approvato il *Sarbanes-Oxley Act*, contenente regole stringenti di corporate governance tese a rafforzare la trasparenza e la veridicità della comunicazione economica, assicurare l'indipendenza dei controllori (esterni e interni) e potenziare la loro attività²¹.

Innanzitutto, è opportuno sottolineare l'intensità dei provvedimenti indirizzati alle società di revisione. A livello procedurale, queste sono ora soggette ad un monitoraggio penetrante da parte di un'autorità appositamente istituita dal *Sarbanes-Oxley Act*, ossia un *Board* dipendente soltanto dalla SEC, la quale ne nomina i componenti e vigila sulla sua attività.

Per poter operare, le società di revisione e di consulenza devono obbligatoriamente registrarsi presso il *Board*, che ha il potere di respingerne la richiesta e il dovere di effettuare ispezioni periodiche; le irregolarità eventualmente riscontrate autorizzano il *Board* a procedere a sanzioni di diversa natura, comprese la sospensione o la revoca

Per uno studio dettagliato si rinvia a: Tiscini R. e di Donato F. (2005), "Le frodi contabili. Analisi dei casi empirici", in Fiori G. e Tiscini R., *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informazione aziendale*, FrancoAngeli, Milano, p. 67 e ss.

²¹ Il *Sarbanes-Oxley Act* (Public Law 107-204) si colloca propriamente nella disciplina sulla corporate responsibility ed è presentato come «an Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes».

della registrazione e l'interdizione dall'esercizio delle attività di revisione e consulenza presso una specifica impresa o in assoluto.

Dal punto di vista sostanziale, il *Sarbanes-Oxley Act* persegue la massima separazione tra la società di revisione e l'impresa sottoposta al suo controllo. Per realizzare questa separazione, l'atto:

1. vieta che la società di revisione possa prestare anche consulenza alle imprese di cui certifica la contabilità. Con un simile divieto la normativa elimina la possibilità che l'impresa eroghi alla società di revisione altri compensi, legati a servizi di consulenza, che farebbero facilmente sorgere dei conflitti di interesse per il revisore;
2. tende ad impedire che possano esistere relazioni recenti tra la società di revisione e i vertici dell'impresa, stabilendo che l'incarico non possa essere conferito ad una società di revisione presso la quale abbiano lavorato il CEO, il CAO (*chief accounting officer*) o un altro manager nell'ultimo anno;
3. impone la "rotazione" dell'auditor esterno ogni cinque anni.

Il *Sarbanes-Oxley Act* attribuisce all'*audit committee* la responsabilità per la nomina, il compenso e il monitoraggio sul lavoro svolto dalla società di revisione. Quest'ultima è obbligata, quindi, ad informare tempestivamente il comitato su tutte le tematiche affrontate con il management dell'azienda in ordine alle procedure contabili adottate; in caso di disaccordo tra la società di revisione e il management, spetta all'*audit committee* il dovere di mediare tra i due soggetti e risolvere il conflitto.

Un'altra novità di rilievo introdotta dal provvedimento normativo riguarda il rafforzamento della trasparenza con riferimento alle operazioni non iscritte in bilancio e all'esistenza di relazioni che potrebbero influire sensibilmente sulla situazione economica e finanziaria della società. In particolare, la riforma prevede che sia fornita un'attenta comunicazione con riferimento ai prestiti concessi dall'impresa agli amministratori e al management, nonché alle principali transazioni da questi realizzate. L'obiettivo è impedire che possano ripetersi i fenomeni di sottrazione di ricchezza a danno degli shareholder, ovvero quelle situazioni fraudolente che hanno reso necessaria l'emanazione del *Sarbanes-Oxley Act*.

Un'ultima considerazione riguarda il tentativo del legislatore di contribuire alla diffusione della cultura della legalità e della correttezza non soltanto con obblighi e divieti ma anche attraverso la promozione di codici di comportamento indirizzati al ma-

nagement, per promuovere una condotta etica, onesta ed ispirata alla trasparenza verso gli stakeholder²².

2.1.2. La Gran Bretagna

Per molti versi la corporate governance in Gran Bretagna presenta affinità non trascurabili con il modello statunitense. L'elemento di maggior risalto che accomuna i due paesi è costituito dalla vitalità del mercato del capitale di rischio: anche in Gran Bretagna, infatti, i risparmiatori iniziarono ad interessarsi all'acquisto di titoli privati come risposta ai bassi rendimenti delle obbligazioni pubbliche, finendo con l'alimentare un mercato azionario molto attivo. In confronto agli Stati Uniti, tuttavia, la presenza degli investitori istituzionali risultò sin dall'inizio molto più forte e determinante nel raccogliere il pubblico risparmio e nell'indirizzarlo verso le attività produttive²³.

Gli investitori istituzionali (in particolare merchant bank e società di venture capital) rivestono oggi un ruolo centrale nel governo delle aziende britanniche, poiché partecipano alle assemblee dei soci in rappresentanza dei risparmiatori, con la finalità di incidere sulle scelte strategiche, di suggerire cambiamenti nella gestione e negli obiettivi perseguiti, nonché di esercitare pressioni sui dirigenti affinché agiscano nell'interesse degli azionisti. Qualora il management non appaia più degno della fiducia che l'assemblea gli ha precedentemente accordato, gli investitori istituzionali possono accelerarne la sostituzione collocando i propri pacchetti azionari sul mercato: di fatto, il controllo è contendibile e il mercato premia o penalizza il management.

Dal punto di vista degli assetti istituzionali interni, anche in Gran Bretagna come negli Stati Uniti si incontra un solo organo investito delle responsabilità di conduzione dell'azienda e di supervisione, secondo le indicazioni fornite dai codici di best practice. Per effetto del sistema a *common law*, i codici di corporate governance si sono succeduti e integrati a partire dal 1992, quando con il noto *Cadbury Report* ha avuto

²² Più precisamente, la Sec. 406 del *Sarbanes-Oxley Act* stabilisce che ciascuna società quotata debba comunicare l'avvenuta adozione – o in alternativa i motivi della mancata adozione – di un codice etico rivolto ai *senior financial officers*.

²³ Fortuna ricorda che la presenza degli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese britanniche, che negli anni Sessanta era pari al 30%, è cresciuta oggi fino al 60%. Cfr.: Fortuna F. (2001), *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano, p. 116.

inizio un processo²⁴ finalizzato a diffondere le regole per il buon governo delle imprese quotate ma non solo²⁵.

L'organo principale è il consiglio di amministrazione, che deve caratterizzarsi necessariamente per l'unitarietà d'azione dei suoi componenti, i quali vanno scelti in modo da realizzare un'equilibrata composizione delle differenti cognizioni e sensibilità che favoriscono l'efficacia dei processi di governo e di controllo. A tale scopo, il *board* deve comprendere un numero sufficiente di amministratori esecutivi e non ese-

²⁴ Per ovviare alla incompleta disciplina sugli organi societari contenuta nel *Company Act* del 1989, dal 1992 al 2003 sono stati emanati in Gran Bretagna diversi codici di corporate governance, ricordati solitamente con il nome del presidente del comitato di studio che li ha predisposti. Dei comitati hanno fatto parte esponenti di vari organismi ed il loro lavoro è stato promosso principalmente: dalla London Stock Exchange, che gestisce il mercato azionario; dal Financial Reporting Council, che vigila sulla comunicazione economico-finanziaria; dalla Confederation of British Industry, ovvero l'associazione delle imprese industriali; dall'Institute of Directors; infine, dai professionisti della contabilità.

L'intento del primo codice, noto come *Cadbury Code* (1992), è promuovere un rapporto aperto e trasparente tra il *board of directors* – massimo organo societario per la tutela degli interessi confluenti in azienda – e gli investitori, soprattutto per gli aspetti riguardanti la dimensione patrimoniale, finanziaria e reddituale. A tale scopo il *Cadbury Report* si concentra sulle funzioni di controllo e di reporting finanziario del *board* e sul ruolo degli auditor.

Nelle *Greenbury Recommendations* (1995) l'attenzione è posta sui sistemi di remunerazione degli amministratori e sulla necessità di offrirne un'informativa completa al mercato: si ribadisce, dunque, l'indiscutibile principio di accountability su quanto concerne gli organi istituzionali.

L'*Hampel Report* (1998) muove dai due precedenti codici di corporate governance, con l'obiettivo di «review the Cadbury Code and its implementation to ensure that the original purpose is being achieved» e di «pursue any relevant matters arising from the Greenbury Report».

L'*Hampel Report* denuncia altresì l'asimmetria tra titolarità degli interessi coinvolti e controllo sull'operato degli amministratori, posto che l'attività dell'impresa coinvolge gli interessi di una pluralità di soggetti e, nonostante questo, gli amministratori sono chiamati a rispondere soltanto agli azionisti. A ciò si aggiunge la volontà di rendere le best practice più stringenti, provando a sostituire i principi con indicazioni di maggior dettaglio, in special modo per quanto riguarda il ruolo di amministratori, azionisti e auditor. Si arriva così alla prima versione del *Combined Code*, pubblicata nel giugno del 1998 e rivisitata nel maggio del 2000.

In Gran Bretagna è attualmente in vigore il *Combined Code* del 2003, che riunisce in un unico documento i precedenti codici ed enfatizza le seguenti problematiche, già affrontate in altri lavori dello stesso anno: il controllo interno, oggetto del *Turnbull Report*; l'*audit committee*, cui è dedicata la *Smith Guidance*; il ruolo e l'efficacia dei *non-executive directors*, approfonditi nell'*Higgs Report*.

Si segnala che il Financial Reporting Council è disposto a rivedere e aggiornare il *Combined Code* sulla base della sua effettiva applicazione nell'anno 2004 e grazie ai commenti formulati dalle società britanniche tra luglio e ottobre del 2005.

Per approfondimenti sulle best practice nella corporate governance delle aziende inglesi si vedano: The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992), *Cadbury Report*, December; Confederation of British Industry (1995), *Greenbury Recommendations*, July; Confederation of British Industry (1998), *Hampel Report*, January; ICAEW, The Institute of Chartered Accountants in England & Wales (1999), *Internal Control. Guidance for Directors on the Combined Code*, September; Financial Reporting Council (2003), *The Combined Code on Corporate Governance*, July.

²⁵ Nel primo codice di autodisciplina inglese è esplicito l'invito rivolto a tutte le aziende britanniche affinché diano attuazione alla propria corporate governance (qui definita con la celebre espressione «the system by which companies are directed and controlled», par. 2.5) secondo le regole ivi contenute. Si legge infatti al par. 3.1: «The Code of Best Practice [...] is directed to the boards of directors of all listed companies registered in the UK, but we would encourage as many other companies as possible to aim at meeting its requirements». The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992), *Cadbury Report*.

cutivi, portatori i primi di un'intima conoscenza del business aziendale, i secondi di una visione più ampia, che aiuta ad allargare gli obiettivi e l'operatività dell'impresa.

Presiede il consiglio un *chairman*, che è responsabile del complessivo lavoro del *board* (compreso lo svolgimento delle riunioni) e del corretto bilanciamento tra *inside directors* e *outside directors*. In particolare, il *chairman* deve assicurare che gli amministratori non esecutivi siano puntualmente informati sulle questioni di loro interesse, che gli amministratori esecutivi adempiano regolarmente i propri compiti e che, in generale, esista una sana collaborazione tra i due gruppi supportata da chiare e frequenti comunicazioni. In sintonia con questa funzione moderatrice svolta all'interno del *board*, quale forma di tutela per gli shareholder, i codici di corporate governance raccomandano che il *chairman* si trattiene dall'intervenire in prima persona nella gestione corrente: per questa ragione non dovrebbe mai assumere la carica di *chief executive officer*, che rischierebbe di compromettere la sua imparzialità e porterebbe ad una considerevole concentrazione di poteri in una sola persona²⁶.

Data la centralità del consiglio di amministrazione nella governance delle imprese, all'organo in oggetto è attribuita la responsabilità di far circolare le informazioni anche all'esterno e di instaurare un dialogo continuativo con gli shareholder, per favorire lo scambio di opinioni e la condivisione degli obiettivi²⁷. Infine, per soddisfare equamente tutte le attese riposte nell'azienda, il *board* non deve essere dominato da alcun gruppo di interesse.

La più efficace protezione degli investitori per mezzo del consiglio di amministrazione si ottiene quando:

- tutti i membri sono presenti alle riunioni, evitando così che queste costituiscano un momento di incontro solo per gli amministratori esecutivi;
- almeno metà degli amministratori (escluso il *chairman*) sono indipendenti non esecutivi;
- tra gli amministratori indipendenti non esecutivi è scelto un *senior independent director*, specialmente se il *chairman* e il *chief executive officer* coincidono. Il *senior independent director* dovrebbe porsi, infatti, come il referente principale degli azionisti che, pur attivandosi per confrontarsi con l'azienda, non abbiano ottenuto

²⁶ Così è disposto dal *Cadbury Report* (par. 4.7 e 4.9) e dal *Combined Code* (par. A.2).

²⁷ Cfr.: *Combined Code*, par. D.1.

risposta da presidente, direttore esecutivo o direttore finanziario, oppure che preferiscano interpellare un soggetto diverso e di comprovata neutralità.

Per assicurare agli azionisti che le decisioni più rilevanti siano assunte con la massima imparzialità e in assenza di conflitti di interesse²⁸, il requisito dell'indipendenza deve guidare altresì la composizione dei principali comitati interni al *board*: per il *nomination committee*²⁹ è pretesa la maggioranza di amministratori indipendenti non esecutivi, mentre si arriva alla totalità per il *remuneration committee* e per l'*audit committee*.

Ad ogni modo, nel sistema britannico *market-oriented* la piena tutela degli shareholder è associata soprattutto alla trasparenza informativa, principio che deve animare tutte le relazioni esterne dell'impresa e per la cui realizzazione è richiesto l'impegno degli organi istituzionali (*board* e comitati), dei loro membri a livello individuale e dei revisori contabili esterni.

La trasparenza presuppone apertura, integrità della comunicazione e accountability³⁰.

L'apertura dell'impresa e dei suoi vertici nei confronti degli stakeholder si concretizza mediante la sistematica diffusione di informazioni capaci di trasmettere un quadro fedele dell'attività d'impresa, delle strategie e della gestione operativa, sebbene sia giustificabile un certo grado di riservatezza su taluni aspetti come difesa dai concorrenti.

L'apertura è la base di ogni rapporto fiduciario e dell'efficiente funzionamento del mercato. Inoltre, incoraggia gli amministratori a perseguire gli obiettivi aziendali e permette agli interlocutori sociali di monitorare dall'esterno l'andamento delle attività e le decisioni del *board*, in particolare quando potrebbero celare intenti privati. Tra queste decisioni si inseriscono anche le politiche di remunerazione degli amministra-

²⁸ I conflitti di interesse potrebbero derivare da una durata eccessivamente lunga dell'incarico di amministratore, che favorirebbe la formazione di rapporti personali tra gli amministratori indipendenti e quelli esecutivi. Per questo motivo è importante che l'incarico di amministratore indipendente sia conferito per un tempo limitato e che la riconferma non sia automatica.

²⁹ Al *nomination committee* è affidato il compito di: identificare le abilità, conoscenze e competenze necessarie per il buon funzionamento del *board*; verificare le capacità già disponibili; suggerire, in base a quanto riscontrato, i profili degli amministratori che devono essere nominati. Cfr.: *Combined Code*, par. A.4.2.

³⁰ I tre principi di *openness*, *integrity* and *accountability* sono imprescindibili per una efficace corporate governance; non a caso, infatti, sono posti a fondamento del *Cadbury Code* (par. 3.2 e ss.).

tori, sulle quali deve esistere un'ampia trasparenza ottenibile mediante l'inserimento di informazioni dettagliate nel bilancio d'esercizio³¹.

L'integrità della comunicazione dipende dall'onestà delle persone³² che ne definiscono la struttura e i contenuti, cercando di coprire tutte le aree su cui si concentra l'interesse degli stakeholder. In tal senso gli amministratori devono studiare la combinazione ottimale tra le informazioni obbligatorie e quelle volontarie ma anche tra i messaggi a carattere istituzionale (nell'ambito dei quali si colloca la comunicazione sugli assetti e le funzioni degli organi di governance), quelli a contenuto economico-finanziario e quelli di natura socio-ambientale.

Infine, il principio di accountability richiede che i componenti del *board* accettino con consapevolezza di sottoporsi alla valutazione degli azionisti, e mettano quindi a disposizione di questi ultimi tutte le informazioni necessarie per formulare un giudizio meditato.

In effetti, l'assemblea elegge il *board* affidandogli il potere di gestire l'impresa, ma lo vincola allo stesso tempo a creare valore per gli shareholder. La comunicazione economico-finanziaria diviene così il principale strumento a disposizione degli azionisti per stabilire se, e in quale misura, gli amministratori abbiano tenuto fede all'impegno preso e meritino la riconferma. Per non correre il rischio che il *board* abusi della propria posizione e si protegga successivamente per mezzo di dichiarazioni non veritiere o incomplete, spetta ancora ai soci di nominare gli auditor esterni preposti al controllo contabile.

Come anticipato, l'apertura dell'impresa verso gli stakeholder deve aversi anche in relazione alle strutture ed ai processi di corporate governance. In effetti, l'adozione delle best practice precisate nei codici di autodisciplina è un segnale importante per gli azionisti e gli altri interlocutori sociali, che pretendono una diffusa correttezza ai vertici aziendali e il totale rispetto delle regole per un efficace governo dell'impresa. A dimostrazione di tale fatto, la conformità ai codici di comportamento generalmente accolti costituisce in Gran Bretagna un requisito essenziale per la quotazione in borsa

³¹ Si vedano in proposito le *Greenbury Recommendations* (par. B1) e l'*Hampel Report* (par. 4.14).

³² Il *Cadbury Code* enfatizza, in particolare, la continuità tra il modo di essere e di comportarsi degli amministratori e le caratteristiche della comunicazione economica. Nel codice si legge infatti (par. 4.51): «boards should aim for the highest level of disclosure consonant with presenting reports which are understandable [...]. They should also aim to ensure the integrity and consistency of their reports and they should meet the spirit as well as the letter of reporting standards».

e deve essere attentamente comprovata nella comunicazione esterna attraverso l'inserimento in bilancio di una dettagliata sezione su³³:

- a) come agisce il *board*, quali decisioni prende e quali delega invece al management;
- b) chi ricopre il ruolo di *chairman*, *chief executive officer*, *senior independent director*, presidente e membri dei comitati obbligatori (*nomination*, *audit*, *remuneration committees*);
- c) le riunioni del consiglio e dei comitati, con indicazione del numero e della partecipazione effettiva di ciascun componente;
- d) l'indipendenza degli amministratori;
- e) gli impegni ulteriori del *chairman*, in aggiunta alle sue funzioni principali;
- f) le modalità seguite nelle valutazioni di performance del *board*, dei comitati e dei singoli amministratori;
- g) le procedure mediante le quali gli amministratori – in primo luogo quelli non esecutivi – prendono consapevolezza delle aspettative degli shareholder.

Specifiche informazioni devono chiarire come hanno lavorato i comitati per le nomine, per i compensi e per il controllo interno e come è stato nominato, riconfermato o rimosso il revisore esterno; con riferimento a quest'ultimo, deve essere dimostrata l'indipendenza anche in caso di incarichi extra-audit.

Un ultimo elemento che contraddistingue il sistema di corporate governance delle imprese britanniche è l'enfasi posta sul controllo interno. Insieme alla trasparenza informativa, il controllo interno, nelle sue diverse forme, è certamente uno dei presupposti irrinunciabili per un'efficace attività d'impresa³⁴, poiché mira a salvaguardare:

- gli investimenti degli azionisti e il patrimonio aziendale;
- la correttezza delle informazioni (indirizzate a soggetti interni ed esterni) e, in particolare, l'adeguatezza del sistema contabile;
- il rispetto della legge, dei codici e delle procedure aziendali che definiscono la sana condotta negli affari.

³³ I contenuti sono stabiliti dal *Combined Code*, Schedule C, dopo la precisazione che «The Listing Rules require a statement to be included in the annual report relating to compliance with the Code». Altre informazioni possono essere rese note via Internet, nel sito della società.

³⁴ L'importanza del controllo interno è dimostrata dal fatto che il *Combined Code* ha recepito per intero le linee guida formulate in materia dal *Turnbull Committee*.

Trattandosi di una tra le attività più importanti per il buon funzionamento della gestione, il controllo interno deve svolgersi sotto la diretta responsabilità del consiglio di amministrazione, che ne definisce le politiche più appropriate e ne assicura la validità.

Supportato dal management, il *board* ha il compito di individuare i rischi che gravano sull'attività d'impresa e di definire gli interventi per ridurre o eliminare la possibilità che si concretizzino, andando ad ostacolare il raggiungimento delle finalità aziendali.

Al management è richiesto, invece, un intervento di tipo operativo per dare attuazione alle procedure studiate e decise dagli amministratori. La best practice vuole peraltro che, nello svolgimento di questa funzione, i dirigenti godano della piena collaborazione di tutto l'organismo personale, che deve quindi ricevere una solida formazione sia sulle procedure di controllo, sia sugli obiettivi gestionali che ne legittimano l'applicazione³⁵.

Si osservi, in conclusione, che i codici di autodisciplina inglesi suggeriscono di attribuire ampie responsabilità in tema di controllo interno ma anche di correttezza della comunicazione economico-finanziaria, all'*audit committee*³⁶. Ad evidenza, questa scelta vuole proteggere in modo molto forte gli stakeholder, facendo leva sull'indipendenza dei membri del comitato. In altri termini, anche il sistema di governance inglese affida i suoi due pilastri (controllo interno e trasparenza) a soggetti dotati di una profonda competenza e per i quali è assolutamente esclusa qualsiasi forma di coinvolgimento diretto e personale nella gestione dell'impresa.

A parere di chi scrive, nonostante siano evidenti le somiglianze tra il sistema inglese e quello statunitense, il primo risulta comunque più equilibrato del secondo. Infatti, il *Cadbury Code* raccomanda la separazione tra la carica esecutiva di CEO e quella moderatrice di presidente del *board*, a cui si associano responsabilità di indirizzo e supervisione. Poiché l'indipendenza di giudizio discende, in primo luogo, proprio dall'estraneità rispetto all'esercizio diretto della gestione, è auspicabile che l'esempio britannico trovi diffusione anche in altri paesi.

³⁵ «All employees have some responsibility for internal control as part of their accountability for achieving objectives. They, collectively, should have the necessary knowledge, skills, information and authority to establish, operate and monitor the system of internal control. This will require an understanding of the company, its objectives, the industries and markets in which it operates, and the risks it faces». *Combined Code, The Turnbull Guidance*, par. 19.

³⁶ Cfr.: *Combined Code, The Smith Guidance*, par. 1.4.

2.1.3. La Germania

Nell'ultimo decennio, anche il sistema di governance tedesco è stato al centro di un processo di riforma non trascurabile, originato però da una situazione abbastanza controversa. Da un lato, si avvertiva l'opportunità di migliorare l'immagine dell'intero sistema, attraverso l'adozione di un modello di direzione e controllo delle imprese fondato su principi di correttezza, trasparenza e tutela degli azionisti, per incoraggiare l'attenzione degli investitori, soprattutto stranieri, verso un mercato ancora poco evoluto. Dall'altro lato, in un paese di *civil law*, era ormai inevitabile un intervento sostanziale ad opera del legislatore, teso a rivedere il ruolo delle banche e del consiglio di sorveglianza dopo gli scandali che non avevano risparmiato nemmeno l'economia tedesca³⁷.

Si è giunti così all'emanazione del cosiddetto *KonTraG*, ossia una legge che ha rafforzato il sistema dei controlli interni ed esterni ed ha promosso la trasparenza della comunicazione; nel giro di pochi anni, a tale provvedimento ha fatto seguito anche un codice di corporate governance per le società quotate, che condivide appieno le finalità del *KonTraG*³⁸.

³⁷ Si ricordano i casi di grandi aziende, come Daimler Benz e Volkswagen, la cui gestione era mal condotta e sottoposta a controlli troppo blandi.

³⁸ Trattando della riforma che, in anni recenti, ha investito la corporate governance delle società tedesche, è d'obbligo citare almeno due provvedimenti che hanno modificato la struttura delle imprese definite, nei suoi tratti di fondo, con la legge del 1937 sulle società per azioni e con le leggi sulla gestione aziendale (1951, 1952, 1972, 1976).

Nel maggio del 1998 è entrata in vigore la riforma nota come *KonTraG (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*, legge sul controllo e sulla trasparenza nell'impresa), derivante da uno studio effettuato da un gruppo di esperti su incarico del Ministero della Giustizia. Il *KonTraG* è intervenuto principalmente su tre fronti:

1. ha accentuato la differenziazione tra le società quotate e quelle non quotate;
2. ha esteso la responsabilità del consiglio di gestione, del consiglio di sorveglianza e del revisore contabile esterno;
3. ha rivisto la disciplina delle deleghe di voto, assai importante in un paese come la Germania, dove le banche possono esercitare il diritto di voto al posto degli azionisti dei cui titoli sono depositarie.

Dal febbraio del 2002 la regolamentazione si è arricchita grazie al *Deutscher Corporate Governance Kodex*, predisposto dalla *Cromme Regierungskommission*, che ha visto la partecipazione, tra gli altri, dei massimi esponenti del mondo bancario e assicurativo. Vale la pena di segnalare l'enfasi che il documento pone sulla collaborazione tra i due organi aziendali (consiglio di gestione e di sorveglianza) e su quella tra il consiglio di sorveglianza e il revisore contabile esterno: tutto questo per migliorare il sistema dei controlli e la comunicazione esterna delle società quotate, al fine di «stimolare la fiducia da parte degli investitori nazionali ed internazionali, dei clienti, dei dipendenti e del pubblico», come è dichiarato nel *Preambolo*.

Si osservi che l'adeguatezza del codice è oggetto di una verifica annuale e di eventuali adeguamenti – al passo con l'evoluzione nazionale e internazionale – che hanno infatti portato ad una nuova edizione nel giugno del 2005.

In termini generali, il sistema di governo e di controllo delle imprese tedesche si caratterizza per la partecipazione agli organi societari di soggetti che non sono strettamente legati alla proprietà, come le banche e i lavoratori. Come si è già osservato, questa particolarità ha portato ad utilizzare proprio la definizione di modello renano per qualificare anche altri sistemi *banking-oriented* e aperti al coinvolgimento dell'organismo personale nelle scelte strategiche (si pensi, ad esempio, al Giappone).

Il sistema dualistico tedesco, infatti, prevede due organi distinti per la direzione e la sorveglianza sulla gestione³⁹ – il *Vorstand* e l'*Aufsichtsrat* – la cui composizione è determinata dalla legge in modo tale da garantire un'effettiva rappresentanza dei principali interessi che sono vincolati alla durabilità dell'impresa in condizione di economicità. In tal senso, ormai dalla metà del secolo scorso, è disposto che il consiglio di sorveglianza sia eletto da entrambe le categorie di portatori di interessi istituzionali: i conferenti capitale di rischio e i prestatori di lavoro⁴⁰. In sostanza, il consiglio di sorveglianza si configura quindi come un organo autonomo della società, il cui compito è realizzare una tutela diffusa di tutte le attese che sono riposte nell'impresa, vista come una organizzazione sociale⁴¹.

La partecipazione dei rappresentanti dei lavoratori all'*Aufsichtsrat* varia a seconda delle dimensioni aziendali e può essere pari a un terzo o alla metà del consiglio⁴². I rimanenti membri sono eletti dall'assemblea degli azionisti e rappresentano, in buona parte, gli interessi delle banche: questa è la normale conseguenza di un sistema in cui gli istituti bancari non sono soltanto azionisti diretti, ma esercitano anche i diritti di voto incorporati nelle azioni di cui sono depositari per conto della propria clientela⁴³.

³⁹ La separazione è obbligatoria nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata di grandi dimensioni.

⁴⁰ L'attribuzione dei poteri di vigilanza e supervisione anche ai lavoratori, rappresentati nel consiglio di sorveglianza, è prevista nella legge sulla cogestione nelle imprese minerarie e metallurgiche del 1951 e nella legge sulla struttura dell'impresa del 1952.

⁴¹ Cfr.: Sanguinetti A. e Costanzo P. (2003), *Il governo delle società in Italia e in Europa*, Egea, Milano, p. 57.

⁴² Come specificato anche in apertura del codice di autodisciplina, la rappresentanza dei lavoratori pari ad un terzo del consiglio di sorveglianza deve aversi nelle imprese che hanno da 500 a 2.000 dipendenti. Oltre i 2.000 dipendenti, invece, la rappresentanza sale alla metà.

⁴³ In sede assembleare, la banca può votare anche al posto dei propri clienti-risparmiatori. La banca deve formulare proposte di voto coerenti con l'interesse del suo cliente medio. Tuttavia, se detiene già da sola il 5% del capitale dell'impresa (e quindi dei diritti di voto, secondo il principio rigoroso di "un'azione, un voto" introdotto dal *KonTraG*), è tenuta a rispettare le indicazioni di voto che le devono essere fornite dal cliente, anticipatamente informato sulla situazione.

Il fatto che nelle imprese più grandi nessun gruppo di stakeholder (né i dipendenti, né le banche, né altri azionisti) possa costituire la maggioranza assoluta del consiglio di sorveglianza⁴⁴, porta per forza di cose a ricercare la collaborazione con gli altri membri, collaborazione che è fondata sul dialogo e sulla fiducia reciproca: in altri termini, si afferma un modello di impresa “consociativa”, che persegue l’armonica soddisfazione delle aspettative nutrite dai differenti attori sociali e mira ad operare in condizioni di stabilità e sicurezza.

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.

In aggiunta al dovere di vigilare periodicamente sull’attività del *Vorstand* e di approvare il bilancio da questo redatto⁴⁵, l’ordinamento tedesco attribuisce all’*Aufsichtsrat* anche una funzione deliberativa, stabilendo che sia coinvolto nelle decisioni di fondamentale importanza per l’impresa, nonché una funzione di supporto e consiglio nella conduzione della gestione. In effetti, il modello tedesco persegue una governance efficace attraverso la costante collaborazione tra i due gruppi di amministratori, che dà luogo a processi decisionali allargati e ad un’intensa comunicazione interna.

La cooperazione deve essere ricercata con continuità dai presidenti dei due consigli, specialmente per quanto attiene a: la definizione e la realizzazione delle strategie; lo sviluppo operativo; la gestione dei rischi; gli eventi straordinari che influiscono sullo sviluppo e sull’operatività dell’impresa.

Mentre il consiglio di sorveglianza è fondamentalmente un organo di supervisione, il consiglio di gestione ricopre gli incarichi direttivi: operando nell’interesse dell’impresa, la gestisce sotto la propria responsabilità sforzandosi di accrescerne il valore.

I membri del consiglio di gestione sono selezionati dal consiglio di sorveglianza – o da un comitato per le nomine appositamente costituito al suo interno – in base alle

⁴⁴ Si consideri che il presidente del consiglio di sorveglianza è sempre eletto dall’assemblea dei soci. Pertanto, anche nelle imprese in cui l’organo è eletto per metà dai lavoratori e per metà dall’assemblea, questa regola può determinare la supremazia dei rappresentanti degli azionisti nelle decisioni del consiglio, per le quali il voto del presidente è sempre determinante in caso di parità.

⁴⁵ Nell’ordinamento tedesco, il bilancio d’esercizio è redatto dal *Vorstand*, sottoposto all’approvazione dell’*Aufsichtsrat* e alla revisione contabile esterna. L’assemblea dei soci approva, invece, il piano di riparto degli utili predisposto dai due organi societari.

capacità professionali e alle esigenze dell'impresa, tenendo conto altresì di prestabiliti limiti di età⁴⁶. Si tratta, dunque, di manager professionisti dotati di esperienza, che assumono la carica di amministratori esecutivi.

Si osservi che, almeno formalmente, il *Vorstand* è un organo paritetico, perché tutti i suoi membri hanno gli stessi poteri e le medesime responsabilità. Non esiste, in altre parole, una figura equivalente al *chief executive officer* dei contesti anglosassoni, anche se non è da escludere che il consiglio di gestione riconosca la spiccata autorevolezza di uno dei componenti ed inizi a considerarlo il proprio leader. Anche nel caso in cui ciò si verifichi, la legge non riconosce a tale soggetto alcun potere aggiuntivo.

A differenza di quanto previsto per il presidente del consiglio di sorveglianza, che coordina il lavoro dell'*Aufsichtsrat*, ne presiede le riunioni e prende atto dei conflitti di interesse negli organi societari, al presidente del consiglio di gestione non sono assegnati compiti di maggior rilievo rispetto agli altri dirigenti. La sua funzione è essenzialmente quella di portavoce del consiglio di gestione (*Sprecher*) e di principale referente per il presidente del consiglio di sorveglianza, incaricato di tenere i contatti tra i due organi⁴⁷.

Per evitare conflitti di interesse, nessun membro del consiglio di sorveglianza può essere contemporaneamente consigliere di gestione: il diritto tedesco intende tenere ben separati i poteri di direzione e di vigilanza per garantire la massima efficacia dei due organi istituzionali e, soprattutto, l'obiettività del consiglio di sorveglianza.

Il codice di autodisciplina stabilisce anche che il consiglio di sorveglianza non possa comprendere più di due soggetti che in passato abbiano fatto parte del consiglio di gestione⁴⁸. La disposizione vuole evidentemente escludere, in maniera ancora più netta, che il consiglio di sorveglianza:

- a) possa dimostrarsi indulgente nei confronti del consiglio di gestione, a causa delle relazioni personali che potrebbero ancora esistere tra i membri dei due organi;
- b) possa tenere nascoste eventuali irregolarità commesse dall'organo esecutivo quando ne facevano parte gli attuali consiglieri di sorveglianza.

Nel contempo, è importante ricordare che la frequente interazione tra *Aufsichtsrat* e *Vorstand*, quando si svolge in piena legalità, agevola lo scambio di informazioni

⁴⁶ Il limite di età deve essere fissato anche per i consiglieri di sorveglianza.

⁴⁷ Si veda in proposito il par. 5.2 del *Kodex*.

⁴⁸ Così è disposto dal par. 5.4.2.

sull'andamento della gestione e di pareri costruttivi; nel caso in cui la comunicazione non sia spontanea, i consiglieri di sorveglianza devono esercitare il potere-dovere di essere informati dagli amministratori esecutivi⁴⁹. In entrambe le circostanze si arriva, comunque, ad una diffusa conoscenza dei fatti aziendali, necessaria premessa per una meditata assunzione delle decisioni.

In definitiva, il modello tedesco riesce a combinare le due condizioni fondamentali affinché siano tutelati gli interessi degli stakeholder:

- l'esercizio separato dei poteri di gestione e di controllo, tipico del sistema dualistico;
- la condivisione delle informazioni, che spesso viene però associata soprattutto al sistema monistico, nella convinzione che la comunicazione sia più facile e trasparente se attivata all'interno di un solo organo (il *board*).

Per certi versi, il forte grado di collaborazione richiesto dalla legge al consiglio di gestione ed al consiglio di sorveglianza, insieme alla pervasività riconosciuta a quest'ultimo nelle decisioni più significative, sembra dunque far convergere il modello dualistico tedesco verso quello monistico⁵⁰.

Altri fattori di avvicinamento tra i due sistemi si riscontrano:

1. nella previsione di un numero adeguato di amministratori indipendenti all'interno dell'organo di vigilanza;
2. nella adozione di sistemi di remunerazione legati alle performance;
3. nella crescente attenzione per i compiti di controllo interno e di revisione contabile, che suggerisce l'attribuzione di specifiche prerogative ad un apposito comitato.

Il requisito di indipendenza consente un rafforzamento dell'attività di indirizzo e controllo svolta dal consiglio di sorveglianza. Tuttavia, pare opportuno sottolineare che la qualifica di membro indipendente non è espressamente richiesta in sede di costituzione di importanti comitati, come quello per il controllo interno e quello per la remunerazione di amministratori esecutivi e dirigenti.

Per quanto riguarda la struttura dei compensi, con il *KonTraG* anche le imprese tedesche hanno adottato una forma mista, che deve essere attentamente descritta e

⁴⁹ Per l'appunto, il codice di autodisciplina (par. 3.4) insiste sul fatto che «l'aggiornamento adeguato dell'informazione del consiglio di sorveglianza è compito congiunto del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione».

⁵⁰ L'affermazione è ripresa dal *Preambolo* del codice di corporate governance.

commentata nella sezione sulla corporate governance contenuta nel documento di bilancio e nel sito Internet della società. Insieme ad un importo fisso connesso ai compiti di ciascun consigliere o alto dirigente, può essere corrisposta una quota variabile con carattere di incentivo; questa parte terrà conto, infatti, dei risultati raggiunti e delle prospettive dell'azienda e del suo gruppo, oltre che del rendimento personale degli amministratori.

Mentre la logica per la determinazione dei compensi è identica per entrambi i consigli, esiste una differenza importante sui soggetti che ne stabiliscono l'entità: in linea di massima, chi nomina l'organo è tenuto anche a stabilirne la remunerazione. Di conseguenza, il compenso del consiglio di sorveglianza è rimesso all'assemblea dei soci (o fissato nello statuto), mentre quello del consiglio di gestione è determinato dall'organo di controllo⁵¹. Ad evidenza, la stretta collaborazione tra i due organi permette all'*Aufsichtsrat* di conoscere, con una certa sicurezza, come si è comportato il *Vorstand* e quanto i suoi membri hanno contribuito alla formazione dei risultati aziendali. Inoltre, l'indipendenza di un buon numero di consiglieri di sorveglianza garantisce imparzialità nell'assegnazione dei compensi.

Prendendo ora in considerazione la funzione di controllo interno, è possibile osservare la centralità che le viene riconosciuta anche nel sistema renano: il comitato per il controllo interno – responsabile in particolare delle questioni relative a risk management, contabilità e rapporti con il revisore esterno – è in effetti l'unico che il consiglio di sorveglianza deve obbligatoriamente istituire. Ai suoi componenti sono richieste competenza ed esperienza in materia di contabilità e controllo interno; genera però qualche perplessità il fatto che la loro indipendenza non sia un elemento rilevante⁵².

Al comitato per il controllo interno è attribuito un ruolo fondamentale nella promozione della cultura della trasparenza e della correttezza dell'informativa economico-finanziaria: oltre ad individuare le aree cruciali per la revisione contabile, il comitato

⁵¹ Si osservi che in Germania le imprese possono scegliere di non istituire un comitato per le remunerazioni, così come non sono obbligate ad avere un comitato per le nomine: a differenza dei codici di best practice americani ed inglesi, che raccomandano vivamente la costituzione dei due comitati ed il massimo rispetto del requisito di indipendenza nella selezione dei loro membri, in Germania l'autodisciplina sembra più tollerante. In effetti, la delega delle decisioni più significative (nomine e compensi ma anche strategie, investimenti e finanziamenti) a comitati interni è suggerita come mezzo per migliorare l'efficienza del consiglio di sorveglianza ma la sua mancata realizzazione non comporta specifiche spiegazioni agli stakeholder.

⁵² Addirittura, è solo "auspicabile" che il presidente del comitato non sia stato, in passato, consigliere di gestione (par. 5.3.2, codice di autodisciplina): paradossalmente, egli potrebbe trovarsi nella situazione di dover revisionare documenti contabili che ha personalmente prodotto in precedenza.

deve verificare l'indipendenza del revisore esterno, affinché gli possa essere conferito il mandato (con delibera assembleare). A tal fine deve essere informato anche sulle consulenze prestate dal revisore all'impresa nell'ultimo anno e già previste per il futuro, nonostante queste non siano un ostacolo oggettivo all'assegnazione dell'incarico di revisione.

Il revisore esterno riferisce tempestivamente al comitato per il controllo interno e al consiglio di sorveglianza – secondo le modalità concordate – in merito alla correttezza del bilancio e delle attestazioni effettuate dai vertici aziendali in applicazione del codice di autodisciplina. La funzione del revisore si allarga così da un'analisi contabile in senso stretto ad una verifica di completezza e veridicità di tutta la comunicazione relativa alla corporate governance, secondo un approccio finalizzato a rassicurare gli investitori sull'adeguatezza delle informazioni che il consiglio di gestione, d'accordo con quello di sorveglianza, mette a disposizione dell'ambiente.

Un'ultima considerazione, ancora sull'importanza della trasparenza come condizione per soddisfare gli stakeholder, merita di essere spesa con specifico riferimento agli strumenti di veicolazione dei messaggi. Nell'era della telematica, il codice di autodisciplina tedesco impone alle società di dotarsi di un sito web strutturato secondo principi di chiarezza e, se possibile, con pubblicazioni anche in lingua inglese⁵³, per garantire la parità di informazione a tutti i soggetti interessati.

2.1.4. La Francia

In Francia l'attenzione per le modalità di efficace governo societario si è affermata negli anni Novanta, soprattutto in seguito ai processi di privatizzazione che da circa un decennio stavano investendo molte grandi imprese.

Fino a quel momento la struttura proprietaria delle aziende aveva sostanzialmente impedito il manifestarsi delle questioni relative alla corporate governance, in quanto il contesto economico francese comprendeva due tipologie di imprese che, pur nella loro diversità, riuscivano entrambe a tutelare i principali interessi coinvolti. Più precisamente, il tessuto imprenditoriale era dominato dalle aziende di piccole e medie dimensioni, a cui si aggiungeva un limitato numero di grandi imprese.

⁵³ Si veda in proposito il par. 6 del *Kodex* sulla trasparenza.

Nelle prime – che costituiscono ancora oggi la parte maggiore del sistema – la proprietà era saldamente detenuta da un imprenditore che assumeva direttamente la funzione direttiva. Il risultato era un'impresa chiusa e sottocapitalizzata, con debiti ingenti nei confronti delle banche ma protetta dal pericolo che il controllo potesse passare ad altri soggetti. In altri termini, il proprietario-imprenditore era disposto a sostenere elevati costi di finanziamento e, spesso, a rinunciare alle opportunità di sviluppo pur di mantenere la piena autonomia decisionale in relazione alla conduzione degli affari e alla destinazione dell'utile.

Nelle grandi imprese si assisteva, invece, ad una forte interferenza da parte dello stato, che per lungo tempo aveva sostenuto l'economia francese anche tramite le banche pubbliche. Quello transalpino appariva addirittura un capitalismo amministrato⁵⁴, in quanto lo stato era azionista delle società più importanti e assegnava ai propri funzionari i massimi incarichi dirigenziali.

Il sostegno finanziario offerto dagli istituti pubblici e la stretta collaborazione del sistema bancario (pubblico e privato), sia con la partecipazione al capitale, sia tramite la concessione di prestiti, costituivano valide certezze per le aziende, disincentivando la raccolta di risorse presso i risparmiatori. A ciò si associava la volontà di mantenere il controllo sulla società e sul gruppo entro una cerchia ristretta di azionisti, nella maggior parte dei casi mediante scambi azionari e partecipazioni incrociate.

Non è un caso, quindi, che il mercato borsistico francese fosse poco sviluppato e che non si avvertisse la necessità di fare chiarezza sulle regole di gestione e controllo delle imprese nell'interesse di una pluralità di stakeholder.

L'ondata di privatizzazioni che ha avuto luogo a partire dagli anni Ottanta ha radicalmente mutato la situazione descritta: i titoli precedentemente posseduti dallo stato sono arrivati sul mercato, permettendo il frazionamento della proprietà delle imprese e facendo sorgere, allo stesso tempo, il problema di tutelare gli investitori che non esercitano direttamente l'attività di governo economico. In effetti, la loro posizione potrebbe risultare alquanto precaria e non del tutto protetta da eventuali abusi operati dagli organi amministrativi, posto che:

⁵⁴ Cfr.: Fortuna F. (2001), *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano, p. 127.

1. la direzione è generalmente affidata ad azionisti rilevanti⁵⁵;
2. il voto di chi detiene una quota significativa del capitale da almeno due anni vale doppio;
3. gli amministratori possono far valere a proprio favore le deleghe di voto che gli azionisti hanno concesso in bianco⁵⁶.

Nel tentativo di accrescere la fiducia del mercato definendo regole stringenti di prudente gestione, le imprese hanno collaborato con il Governo alla stesura di un codice di autodisciplina (*Rapport Vienot I*)⁵⁷ che approfondisce il ruolo del consiglio di

⁵⁵ Il diritto societario francese stabilisce che solo gli azionisti possano essere amministratori: ciò vale per i componenti del consiglio di amministrazione nel modello monistico e per i consiglieri di sorveglianza nel modello dualistico, strutture tra le quali le società sono tenute a scegliere la propria.

La norma che prevede la titolarità di azioni da parte degli amministratori ha tuttavia incontrato pari contrastanti in sede autodisciplinare. Il primo codice di corporate governance, redatto dalla prima commissione Vienot e in vigore dal 1995, riafferma con forza il principio che «L'administrateur doit être actionnaire à titre personnel et posséder – au-delà des seules exigences statutaires – un nombre relativement significatif d'actions» (par. III.4). Nel rapporto Marini dell'anno successivo si propone, viceversa, di eliminare il vincolo in oggetto.

⁵⁶ Come ricorda la *Association Française de la Gestion Financière*, che rappresenta i fondi di investimento e le società di gestione del risparmio, la pratica di sollecitare deleghe in bianco da parte degli azionisti aiuta senza dubbio a raggiungere i quorum deliberativi in assemblea, tuttavia finisce anche con il limitare la partecipazione degli shareholder alla vita della società. Tale procedura diventa ancora più criticabile quando gli azionisti non sono consapevoli di approvare tacitamente le proposte degli amministratori. Si veda in proposito AFG (2004), *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, edizione più recente del documento presentato dall'Associazione nel 1998 e aggiornato nel 2001.

⁵⁷ In Francia sono stati elaborati diversi studi importanti sulla governance delle società quotate, frutto del confronto tra esponenti delle imprese e rappresentanti delle istituzioni pubbliche: collaborazione più che comprensibile, in un paese di civil law e nel quale lo stato ha influenzato per lungo tempo il sistema economico.

Il primo codice di autodisciplina – il già citato *Rapport Vienot* del 1995 – si concentra sul consiglio di amministrazione, di cui considera la missione, la composizione, l'organizzazione interna, la remunerazione, gli obblighi di informazione al mercato, i rapporti con l'assemblea. In generale, è doveroso rilevare una certa esitazione, da parte della commissione presieduta da Vienot, a prendere una posizione ben definita su più di un argomento, come la separazione delle funzioni di presidente e direttore generale, la ripartizione dei poteri tra consiglio e presidente, il numero di amministratori indipendenti. In effetti, spesso il codice lascia spazio all'autonomia statutaria e alle decisioni consiliari, affermando che ciascuna impresa debba trovare da sé l'assetto più idoneo per il suo funzionamento e per la tutela degli stakeholder.

Nel 1996 la commissione Marini ha pubblicato un nuovo rapporto sulla corporate governance, con il quale ha ribadito l'importanza dell'autonomia statutaria ed ha proposto alcuni interventi per migliorare il funzionamento degli organi istituzionali: tra gli altri, si ricordano l'apertura del consiglio di amministrazione a non soci ed il maggior peso riconosciuto ai comitati interni.

Nel 1999 un'altra commissione guidata ancora da Vienot ha integrato le raccomandazioni precedenti, affrontando dettagliatamente anche la spinosa questione delle informazioni sui compensi agli amministratori. In proposito, il *Rapport Vienot II* raccomanda di offrire agli azionisti e al mercato un'informativa esauriente sulle caratteristiche generali del sistema di remunerazione e sulla previsione di componenti fisse e variabili, descrivendole. Non è ritenuto necessario, invece, presentare un quadro dettagliato per i singoli amministratori.

Infine, è il caso di ricordare anche un documento del 2002 originato dall'iniziativa e dal lavoro congiunto delle principali associazioni d'impresa, AFEP-AGREF (*Association Française des Entreprises Privées et Association des Grandes Entreprises Françaises*) e MEDEF (*Mouvement des Entreprises de*

amministrazione. In particolare, il documento afferma che il consiglio debba perseguire l'interesse sociale dell'impresa, vista come un soggetto autonomo con finalità proprie, distinte da quelle dei suoi interlocutori (azionisti, lavoratori, fornitori, clienti, ...). Si tratta di un interesse superiore che consiste nella prosperità e nella continuità dell'impresa, grazie alle quali trovano appagamento anche le attese individuali degli stakeholder.

La corporate governance in Francia può strutturarsi secondo due modelli, quello monistico e quello dualistico, in cui la funzione amministrativa è attribuita ad organi collegiali: nel primo caso, il *conseil d'administration* propriamente detto; nel secondo caso, il *directoire*.

Nelle società che optano per la struttura monistica, l'assemblea dei soci elegge il consiglio di amministrazione, cui competono le prerogative di governo e di controllo sulla gestione. Il consiglio ha due compiti fondamentali, da assolvere nel modo più vantaggioso per la società (alla quale è concessa, infatti, la massima autonomia statutaria):

- l'assegnazione delle cariche di presidente e di direttore generale, a due soggetti distinti o ad un'unica persona;
- la suddivisione delle competenze tra il consiglio stesso e il suo presidente, con l'unico vincolo che le strategie siano proposte dal presidente e messe in atto dal consiglio.

Frequentemente si assiste alla sovrapposizione delle funzioni di presidente e direttore generale, considerata peraltro legittima dal codice di autodisciplina (che si rivolge essenzialmente proprio alle imprese che hanno adottato il modello monistico)⁵⁸. Si ha

France). Il documento, noto come *Rapport Bouton*, parte dalla constatazione che non possano aversi pratiche corrette di corporate governance se chi le mette in atto non è mosso da sani principi di responsabilità personale, trasparenza e integrità. Un'analoga considerazione vale per la comunicazione economico-finanziaria e per la revisione della stessa, sulle quali il *Rapport Bouton* invita a riflettere dopo il caso Enron negli Stati Uniti.

Per approfondimenti si vedano direttamente i codici: Association Française des Entreprises Privées, Conseil National du Patronat Français (1995), *Le conseil d'administration des sociétés cotées, Rapport Vienot I*; Marini Ph. (1996) *La modernisation du droit des sociétés. Rapport au premier ministre, Rapport Marini*; Association Française des Entreprises Privées, Mouvement des Entreprises de France (1999), *Rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise, Rapport Vienot II*; Mouvement des Entreprises de France, Association Française des Entreprises Privées et Association des Grandes Entreprises Françaises (2002), *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées, Rapport Bouton*.

⁵⁸ Cfr.: Association Française des Entreprises Privées, Conseil National du Patronat Français (1995), *Le conseil d'administration des sociétés cotées, Rapport Vienot I*, par. I.4.

quindi un *président-directeur général* (PDG)⁵⁹ con ampi poteri di gestione e di rappresentanza della società nei rapporti con gli stakeholder. L'attività del PDG è sottoposta al controllo da parte dell'assemblea e del consiglio di amministrazione, la cui obiettività è assicurata dal fatto che solo un terzo dei suoi membri possa ricoprire funzioni esecutive. Il consiglio può anche licenziare il PDG, nonostante eserciti assai raramente questa facoltà.

Nella struttura dualistica – decisamente la meno diffusa⁶⁰ – gli azionisti eleggono il consiglio di sorveglianza, responsabile di vigilare sulla gestione esecutiva. Questa è affidata al direttore generale unico e al suo *directoire* (direttorio), che rispondono trimestralmente al consiglio di sorveglianza che li ha nominati e che può revocare il loro mandato (anche senza giusta causa, salvo il risarcimento del danno), se ciò è previsto dallo statuto: in caso contrario, tale potere è riconosciuto solo all'assemblea⁶¹.

Indipendentemente dal modello prescelto, si avrà infine un organo preposto al controllo contabile, formato dai *commissaires aux comptes*. Più precisamente, si tratta di un organo interno all'azienda e obbligatorio per diverse tipologie di imprese⁶², che deve verificare la regolarità del bilancio e la veridicità dell'informativa per gli azioni-

⁵⁹ Il potere effettivo del PDG è confermato dal fatto che, molto spesso, sia lui stesso a proporre la composizione del consiglio di amministrazione, che viene successivamente ratificata dall'assemblea. La concreta partecipazione del consiglio al governo aziendale dipende in larga misura dall'atteggiamento del PDG, aperto alla collaborazione o, viceversa, autoritario; ovviamente, la sua natura incide anche sull'effettiva circolazione delle informazioni all'interno dell'organo.

Si veda in proposito: Charkham J. (1994), *Keeping good company*, Oxford University Press, Oxford, pp. 130-131.

⁶⁰ Il modello dualistico è stato introdotto, come alternativa a quello monistico, con la riforma del 1966 che si proponeva di avvicinare il sistema francese a quello tedesco, in quegli anni molto ammirato in Europa. Tuttavia, in Francia la struttura dualistica non ha mai riscosso un grande successo, forse perché non sufficientemente orientata a qualificare il ruolo dei lavoratori nei processi di governance.

Una ricerca condotta nel 2000 ha dimostrato che ancora oggi il modello dualistico non è particolarmente apprezzato, essendo utilizzato soltanto da una impresa su dieci. Ad ogni modo, se si limita il campo d'indagine alle società quotate del segmento CAC 40, la percentuale sale al 25%: questo risultato porta a ritenere che il modello con il consiglio di sorveglianza sia valido soprattutto per le aziende di grandi dimensioni, nelle quali è avvertito in misura più pressante il bisogno di tenere separate le funzioni di governo da quelle di vigilanza.

I risultati della ricerca sono stati presentati da Shyy G. e Vijayraghavan V. (2000), *Corporate Governance Design and Choice in France: Conseil d'Administration vs Conseil de Surveillance*, Scottish Institute for Research in Investment and Finance.

⁶¹ In passato il direttore era nominato dal consiglio di sorveglianza e revocato solamente dall'assemblea. Con una legge del 2001 è stata introdotta la possibilità che lo statuto possa attribuire all'organo di controllo il potere di revoca, prima spettante ai soci.

⁶² L'organo interno incaricato del controllo contabile caratterizza le imprese che rispondono delle proprie obbligazioni solamente con il patrimonio aziendale e che, spesso, si rivolgono al pubblico dei risparmiatori per finanziare la propria attività: è il caso delle società per azioni e dei gruppi di interesse economico che emettono obbligazioni, ma anche delle società a responsabilità limitata. Nel complesso, la previsione normativa interessa le tipologie di imprese i cui finanziatori presentano il maggior bisogno di certezza e attendibilità della comunicazione economica che è loro indirizzata.

sti; in più, ha il compito di vigilare su alcune operazioni di gestione per limitare la discrezionalità dei manager.

Nel complesso, anche nel sistema francese la massima responsabilità per un governo efficace resta comunque attribuita agli amministratori, che per operare con la massima correttezza e professionalità devono⁶³: conoscere in modo approfondito gli obblighi che sono loro imposti dalla legge, dallo statuto e dai codici di best practice; dedicare la massima attenzione allo svolgimento delle proprie funzioni; comunicare al consiglio i conflitti di interesse (anche solo potenziali) e astenersi dalle votazioni inerenti; partecipare assiduamente alle riunioni dell'organo collegiale e dei comitati di cui fanno parte. Essendo vincolati ad agire in modo informato, gli amministratori dispongono peraltro di una serie di informazioni rilevanti sui fatti di gestione e sulle prospettive future, informazioni spesso riservate e che essi non possono sfruttare a proprio vantaggio prima che siano comunicate anche al mercato.

È importante ricordare che la duplice veste di amministratore e azionista, tipica del modello francese, non può in alcun caso essere d'ostacolo al principio in base al quale il consiglio di amministrazione agisce nell'esclusivo interesse dell'impresa, per assicurarne la durabilità. I suoi componenti non rappresentano, dunque, alcun interesse particolare, né proprio, né di altri azionisti o di specifiche categorie di stakeholder. Viceversa, è il consiglio nella sua unitarietà che deve ricercare la composizione e le modalità di funzionamento migliori per realizzare il benessere sociale e soddisfare così le attese degli interlocutori. A tale scopo è utile che:

- a) almeno un terzo dei componenti del consiglio sia indipendente⁶⁴, condizione che fa venire meno la necessità di costituire gruppi di rappresentanza delle diverse tipologie di interessi (comprese le minoranze azionarie) all'interno dell'organo;
- b) siano istituiti dei comitati appositi per studiare le questioni più importanti.

I codici di autodisciplina fanno riferimento a tre comitati in particolare, per rendere più efficiente ed efficace l'attività del consiglio: il comitato per le nomine (*comité de sélection*), il comitato per le remunerazioni (*comité des rémunérations*) e il comitato per il controllo interno (*comité des comptes*, denominato anche *comité d'audit*). La ri-

⁶³ Si vedano in proposito *Les droits et obligations des administrateurs, Rapport Vienot I*, par. III.4.

⁶⁴ Il rapporto di almeno un terzo è raccomandato dalla seconda commissione Vienot, che risulta più rigida rispetto alla prima. Nel *Rapport Vienot I*, infatti, erano sufficienti soltanto due amministratori indipendenti.

levanza delle funzioni assegnate ai tre comitati giustifica la presenza negli stessi di amministratori indipendenti; tuttavia, mentre è sufficiente la misura di un terzo per i comitati nomine e audit, è richiesta la maggioranza per il comitato sulle remunerazioni. Questa soluzione mira probabilmente ad escludere l'eventualità che i suoi componenti possano scambiarsi favori nel caso in cui facciano parte, insieme, del medesimo comitato di altre società: in effetti, tale situazione si è presentata più volte nelle società francesi, come conseguenza alla diffusa pratica delle partecipazioni reciproche.

Ad evidenza, per la correttezza di un sistema di governance, l'equità delle forme di remunerazione degli amministratori è un presupposto irrinunciabile, che i codici francesi sembrano condividere profondamente. Al sistema di retribuzione dei vertici, pertanto, deve essere data visibilità nella comunicazione aziendale rivolta ai soci e, specificamente, nel bilancio annuale: l'informativa deve offrire un quadro generale dei compensi fissi e variabili percepiti da amministratori e dirigenti, fornendo altresì un confronto con quelli dell'anno precedente e precisando le caratteristiche della politica di assegnazione delle stock option.

La ferma volontà di comunicare i meccanismi di remunerazione, maturata negli ultimi anni dalle imprese ed esplicitata nei codici di autodisciplina, può senza dubbio costituire un passo avanti per la generale affermazione di una autentica cultura della trasparenza anche in Francia: tutto questo, nella consapevolezza che l'onestà dei massimi organi istituzionali è la chiave per migliorare continuamente i rapporti tra l'azienda e l'ambiente.

2.1.5. Il Giappone

Per buona parte del secolo scorso l'economia giapponese è stata caratterizzata da una notevole concentrazione della proprietà nelle mani dapprima dei privati e successivamente delle banche⁶⁵.

Nei primi decenni del Novecento le profonde relazioni tra alcune ricche famiglie – che cercavano di perseguire i loro personali interessi – hanno dato vita a gruppi conglomerati, che hanno potuto affermarsi anche per l'assenza di norme antitrust e grazie al generale appoggio del potere politico. Tradizionalmente questi gruppi hanno bene-

⁶⁵ Sull'evoluzione del sistema imprenditoriale giapponese si veda: Di Toro P. (2000), *Governance Etica e Controllo*, Cedam, Padova, p. 115 e ss.

ficiato anche della collaborazione del sistema bancario, manifestatasi con l'assunzione di partecipazioni di rilievo nelle imprese industriali e con l'offerta di servizi professionali di consulenza (similmente a quanto è avvenuto in Germania). Nel secondo dopoguerra il peso delle banche è cresciuto ulteriormente, al punto da farle diventare le vere proprietarie delle imprese, in un contesto di relazioni di controllo sempre più stabili.

Solamente negli anni Settanta il mercato borsistico ha iniziato a svilupparsi; da quel momento le imprese giapponesi hanno beneficiato di un importante incremento delle fonti di finanziamento, che ha permesso loro di investire in attività di ricerca e iniziare produzioni ad alta tecnologia. I profitti realizzati e mantenuti in azienda hanno sensibilmente ridotto la dipendenza dalle banche, ma contemporaneamente hanno accresciuto il potere dei dirigenti già dotati di una considerevole autonomia decisionale in relazione alle funzioni aziendali di loro competenza.

La nuova situazione ha messo in evidenza i problemi generati dalla separazione tra la proprietà e il controllo delle imprese, in special modo quando le istituzioni finanziarie rappresentanti i piccoli azionisti (fondi pensione, società di assicurazione) hanno accusato il management di utilizzare le risorse aziendali per rafforzare la propria posizione mediante accordi infragruppo, ostacolando così l'economico svolgimento della gestione.

La globalizzazione dei mercati e la concorrenza internazionale hanno reso ancora più pressante il bisogno di chiarire e diffondere le regole per una governance prudente ed efficace, in particolare nelle società quotate. La necessità di adeguare le strutture di governo agli standard occidentali, per accrescere la fiducia degli investitori e migliorare nel complesso l'immagine delle imprese, ha quindi portato a riflettere, già da alcuni anni, sul reale contributo dei consigli di amministrazione alla soddisfazione degli azionisti. Essendo i portatori del capitale di rischio, questi ultimi sono riconosciuti, infatti, come i primi e più importanti interlocutori aziendali e sono considerati meritevoli di forti garanzie contro i possibili comportamenti scorretti da parte dei manager che gestiscono le grandi aziende.

Anche in Giappone le principali società si sono impegnate direttamente per istituire un sistema di governo più equilibrato e responsabile, nel tentativo di diffondere la cultura della legalità e della trasparenza nei confronti dei soci e degli altri stakeholder. A

tale scopo, nel 1997 sono state formulate alcune raccomandazioni⁶⁶ che, pur risultando abbastanza destrutturate, hanno cercato di:

- rafforzare l'indipendenza del consiglio di amministrazione;
- potenziare i controlli interni ed esterni;
- migliorare la disclosure.

Le previsioni autodisciplinari mirano ad accrescere la separazione tra organi esecutivi e organi di vigilanza, all'interno di un sistema che già la prevede⁶⁷. Infatti, il modello di governance giapponese è di tipo dualistico orizzontale, nel senso che i poteri di amministrazione e di controllo sono attribuiti a due organi distinti, eletti entrambi dall'assemblea come nel modello tradizionale italiano.

La funzione direttiva spetta al consiglio di amministrazione, responsabile di gran parte dei processi decisionali strategici, visto che l'assemblea dovrebbe occuparsi soltanto delle questioni di vitale importanza per il funzionamento dell'azienda⁶⁸. Il consiglio comprende membri esecutivi e non esecutivi⁶⁹, che devono confrontarsi al fine di

⁶⁶ Nel corso di poco più di un mese, tra settembre e ottobre del 1997, in Giappone sono stati pubblicati due documenti sul tema della corporate governance, affinché anche le imprese nipponiche dessero attuazione alle best practice già contenute nei codici di autodisciplina americani ed europei.

Il primo documento è da attribuirsi alla *Keidanren*, la federazione delle organizzazioni economiche, la quale afferma che «In order to maintain and strengthen their international competitiveness into the twenty-first century in the context of an age of megacompetition, Japanese businesses must realize a form of corporate governance that meets global standards». Pilastri di questo sistema devono essere l'etica, una sana gestione ed efficaci controlli sul management. Cfr.: Keidanren (Japan Federation of Economic Organizations) (1997), *Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance*, September.

Il secondo documento – che può essere considerato un vero e proprio codice di autodisciplina, nonostante la sua sinteticità – è stato prodotto invece da una commissione del *Corporate Governance Forum of Japan*, composta da dirigenti d'azienda e professori universitari che hanno proposto la seguente definizione di corporate governance: «From the Japanese perspective, corporate governance by definition rests with the conduct of the board of directors, who are chosen on behalf of the shareholders».

La prospettiva accolta dalla commissione deriva dalla constatazione che gli azionisti, rischiando il capitale conferito all'impresa, hanno il diritto di pretendere che il consiglio di amministrazione gestisca l'azienda nel loro interesse, pur assicurando un adeguato grado di soddisfazione anche a dipendenti, clienti, fornitori e creditori. Al riguardo, il comitato individua esplicitamente la duplice funzione degli amministratori come «shareholders' delegates» e come «promoters of the benefits of all concerned stakeholders». Si veda in proposito: Corporate Governance Forum of Japan (1997), *Corporate Governance Principles. A Japanese View*, October.

⁶⁷ Per approfondimenti sul modello di governance giapponese si rinvia a: Charkham J. (1994), *Keeping good company*, Oxford University Press, Oxford, p. 74 e ss.

Per il potenziamento delle funzioni di controllo ed il requisito di indipendenza, si veda invece la sezione 4, *Governance Structure*, nel codice di autodisciplina.

⁶⁸ Così è raccomandato dal codice di autodisciplina del *Corporate Governance Forum of Japan*, Principle 17B.

⁶⁹ In base al codice di autodisciplina, il numero di amministratori deve essere adatto ad assicurare un'articolata discussione dei problemi; deve però garantire, allo stesso tempo, la snellezza del processo decisionale.

individuare le soluzioni più opportune per il successo aziendale. In particolare, il consiglio nella sua collegialità deve valutare i piani strategici ed i programmi operativi predisposti dal suo presidente esecutivo (*shacho*), nonché vigilare con quest'ultimo sulla loro realizzazione.

La funzione di vigilanza propriamente detta è affidata ai *kansayaku*, carica per molti versi assimilabile a quella dei nostri sindaci⁷⁰: infatti i *kansayaku* si distinguono sia dai revisori esterni della contabilità, sia dagli internal auditor (nominati dai vertici e non dai soci), soggetti che peraltro sono tenuti a presentare loro dei rapporti periodici. I *kansayaku* devono verificare che la gestione sia condotta nel rispetto della legge e dello statuto e nell'interesse degli azionisti, ai quali devono poi esprimere il proprio giudizio in sede assembleare. Nel caso in cui riscontrino irregolarità o scarsa prudenza nella gestione, hanno il dovere di segnalarlo agli amministratori e di far cessare l'attività in questione, per evitare che sorgano obbligazioni in capo alla società nei confronti dei terzi.

Con le linee guida sulla corporate governance si tenta di accentuare l'efficacia dei controlli realizzati direttamente dal consiglio di amministrazione, prevedendo che questo sia composto in maggioranza da soggetti indipendenti o, in alternativa, che sia istituito un *management advisory board* con funzioni consultive. Gli amministratori indipendenti non esecutivi devono costituire la maggioranza anche nei comitati interni e sono gli unici a poter decidere il compenso per il presidente esecutivo del consiglio.

Un'altra raccomandazione attiene alla separazione delle cariche di presidente esecutivo (*shacho*) e di presidente onorario⁷¹ della società (*kaicho*), afferente ad attività di rappresentanza istituzionale dell'impresa e di assicurazione sull'equità e sulla correttezza dei processi di governo. Come nel sistema inglese improntato al *Cadbury Code*, anche il modello giapponese invita quindi le società a non realizzare una sovrapposizione tra l'esercizio dei poteri di gestione e la funzione di tutela degli stakeholder: quest'ultima, infatti, presuppone valutazioni indipendenti e si concretizza nella mediazione tra gli interessi convergenti nell'impresa.

⁷⁰ Si fa riferimento al collegio sindacale nelle società quotate o con obbligo di bilancio consolidato, dove tale organo è incaricato di svolgere un controllo sull'amministrazione ma non più, come accadeva in passato, sulla contabilità.

⁷¹ La traduzione di *kaicho* come presidente onorario è ripresa da Fortuna F. (2001), *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano, p. 111.

Per quanto riguarda il collegio sindacale giapponese, i codici di autodisciplina tentano di rafforzarne l'obiettività stabilendo che non possano farne parte coloro che, in passato, siano stati amministratori, dirigenti o dipendenti dell'impresa o di un'altra azienda del gruppo: si tratta di un'innovazione molto importante, considerando che per la legge era sufficiente l'allontanamento dalla società nei cinque anni precedenti. È altresì raccomandato che non uno, bensì almeno la metà dei componenti siano indipendenti.

Dal punto di vista dei controlli, è importante segnalare anche la previsione di un comitato per il controllo interno, costituito esclusivamente da amministratori non esecutivi. Diversamente dai *kansayaku* e dai revisori contabili esterni, questo comitato deve formulare giudizi di merito sulla qualità dei risultati raggiunti e sulla loro conformità agli obiettivi; è altresì chiamato a verificare l'adeguatezza del sistema di gestione dei rischi attivato dal management.

Come negli altri paesi precedentemente analizzati, anche in Giappone il miglioramento della corporate governance è perseguito secondo due direttrici: da un lato, quella dei controlli, di cui si è appena trattato; dall'altro, quella della trasparenza informativa.

La consapevolezza che il consenso degli stakeholder, ad iniziare dai soci, si formi anche per effetto di comunicazioni chiare e fedeli è senz'altro cresciuta insieme alla affermazione dei mercati di borsa come insostituibili fornitori di risorse finanziarie. Per mantenere la fiducia degli investitori, la best practice raccomanda di redigere e diffondere con la massima tempestività i prospetti contabili, suggerendo anche l'introduzione delle relazioni trimestrali ad integrazione dei report annuali e semestrali. È tuttavia doveroso sottolineare che la quantità di informazioni economiche veicolate al pubblico sembra contare più della loro qualità e comparabilità: purtroppo, le linee guida non sollecitano l'adozione dei principi contabili internazionali, né si soffermano sui fondamentali principi di veridicità e completezza.

2.2. La corporate governance in Italia

Con qualche ritardo rispetto ai principali paesi stranieri, anche in Italia si è messo in moto un processo di riforma della corporate governance rivolto soprattutto alle imprese di grandi dimensioni. Il percorso intrapreso dal legislatore e condiviso dalle principali società in occasione della stesura del codice di autodisciplina si è articolato in due diversi momenti, contraddistinti da un progressivo allargamento dei soggetti coinvolti nella riforma.

In effetti, l'attenzione dedicata alle società quotate nei mercati regolamentati dai primi due provvedimenti importanti – il Testo Unico della Finanza del 1998 (legge Draghi) e il codice di autodisciplina del 1999 (codice Preda) – si è estesa successivamente anche alle società chiuse (società per azioni non quotate e società a responsabilità limitata), oggetto della riforma del diritto societario in vigore dall'inizio del 2004 (legge Vietti)⁷².

Il processo evolutivo è partito con l'obiettivo di offrire una risposta convincente alle istanze di maggior tutela per le minoranze azionarie – nello specifico i piccoli risparmiatori che guardano alla borsa – prevedendo, ad esempio, la nomina di un sindaco da parte di queste ultime e l'indipendenza di un certo numero di amministratori. In un secondo momento la riforma ha ridisegnato buona parte del diritto societario per mettere a disposizione di tutte le società per azioni due nuovi modelli di corporate governance, sollecitandole a scegliere il più adatto alle proprie caratteristiche: in questo

⁷² Il *Testo Unico della Finanza* (TUF), propriamente definito Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, è noto anche come Legge o Decreto Draghi. Costituito dal D.lgs. 58/1998, il TUF contiene una disciplina strutturata delle società per azioni quotate in borsa, che si concentra in particolare sul collegio sindacale, sulle sue relazioni con la Consob e sui meccanismi di tutela delle minoranze, specie se qualificate. È altresì il primo documento normativo a parlare di controllo interno, pur senza fornirne una definizione.

Il *Codice di autodisciplina delle società quotate* rappresenta un imprescindibile completamento del TUF ed è stato elaborato da un comitato presieduto dal presidente di Borsa Italiana SpA, Stefano Preda. Pubblicato per la prima volta nell'ottobre del 1999 e rivisitato nel luglio del 2002, il codice si colloca sulla scia tracciata dall'autoregolamentazione nei paesi anglosassoni, accentuando i temi dell'indipendenza degli amministratori e del controllo interno.

La *riforma del diritto societario*, infine, è il frutto di diversi anni di studi avviati nel luglio del 1998 dalla commissione Mirone e culminati nella stesura dei D.lgs. 5 e 6 del 2003 ad opera della commissione Vietti. La riforma in oggetto, in vigore dal 1° gennaio 2004, spazia dai sistemi di governo e controllo delle imprese (società per azioni, società in accomandita per azioni, società a responsabilità limitata, società cooperative) alla modifica di talune componenti del bilancio, considerando anche le relazioni di direzione e coordinamento di società appartenenti ad un gruppo ed i patrimoni dedicati ad uno specifico affare. Ai fini del presente lavoro, assume rilievo l'introduzione dei modelli monistico e dualistico come soluzione alternativa a quello ordinario nelle società per azioni.

senso il legislatore ha ritenuto opportuno promuovere una riforma di ampia portata, capace di migliorare sensibilmente i rapporti tra impresa e stakeholder puntando sulla trasparenza, ma che allo stesso tempo possa agevolare l'autonomia privata nelle scelte organizzative interne. Sotto questo profilo la riforma pare orientata soprattutto verso le aziende che non si rivolgono alle borse per raccogliere i mezzi finanziari e sulle quali, di conseguenza, sembra lecito far gravare vincoli meno rigidi.

In termini generali, l'intervento del legislatore nazionale in tema di corporate governance si è inserito in una realtà riconducibile al modello latino di *insider system*, nel tentativo di rafforzare il ruolo del mercato finanziario e di fissare principi e regole per un comportamento virtuoso da parte dei vertici aziendali. Precisando poteri e responsabilità degli organi di governo e di controllo, si può infatti garantire una maggiore protezione agli azionisti che non prendono parte direttamente alla vita societaria e agli altri stakeholder che sono interessati al corretto svolgimento della gestione.

Il modello imprenditoriale italiano è abbastanza simile a quello francese e può sintetizzarsi nella compresenza di numerose imprese medio-piccole e di un contenuto numero di aziende di dimensioni rilevanti le quali, per molto tempo, hanno beneficiato:

- della partecipazione dello stato al capitale di rischio;
- del supporto finanziario delle banche, che tuttavia non hanno mai ricoperto un ruolo di indirizzo e di vigilanza paragonabile alla situazione della Germania.

Elemento comune alle imprese piccole e grandi è l'alta concentrazione della proprietà, che si è tradotta frequentemente in un capitalismo di tipo familiare. Nelle società quotate ciò ha determinato la netta superiorità di un azionista (o di un gruppo) di controllo e la formazione di forti asimmetrie informative rispetto al mercato e agli interlocutori sociali.

A fronte degli ostacoli al buon funzionamento del mercato, la concentrazione azionaria ha prodotto, tuttavia, anche alcune conseguenze positive⁷³. In primo luogo, ha sollecitato gli azionisti di riferimento a monitorare l'azione del management, evitando che un'eccessiva libertà potesse tradursi nel perseguimento di vantaggi personali.

⁷³ Cfr.: di Donato F. (2005), "I diversi modelli di corporate governance. Un'analisi comparata", in Fiori G. e Tiscini R., *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informazione aziendale*, FrancoAngeli, Milano, p. 123.

Inoltre, ha offerto una controparte stabile e ben definita agli investitori istituzionali alla ricerca dei progetti più validi da finanziare.

A ben vedere, però, anche queste condizioni non hanno fatto altro che accrescere il potere degli azionisti di maggioranza nelle decisioni e nei controlli, rendendo ancora più esclusiva la loro conoscenza delle strategie, dell'evoluzione della gestione e dei risultati realizzati. In tale contesto si è spesso affermata l'inaccettabile tendenza a trascurare le comunicazioni agli investitori e a concentrarsi sull'efficacia dell'informativa interna, in quanto è essenzialmente questa ad influenzare la performance aziendale e consentire la sua approfondita valutazione.

La riforma in atto mira a superare gli evidenti difetti che, col tempo, si sono affermati all'interno del sistema imprenditoriale italiano, nella consapevolezza che esistono imprescindibili legami tra: la chiara attribuzione dei compiti agli organi di governance; la validità dei controlli interni ed esterni; l'efficiente funzionamento dei mercati; la piena tutela degli azionisti di minoranza e il rispetto delle altre attese esterne. La capacità di combinare adeguatamente i fattori citati migliora la fiducia complessiva nei confronti del sistema economico, nonché la reputazione delle singole imprese che eccellono nella ricerca delle soluzioni più equilibrate per contemperare gli interessi coinvolti: in altri termini, diviene un elemento di competitività che può aiutare a gestire i consensi e ad attrarre le risorse⁷⁴.

2.2.1. I sistemi previsti dal legislatore

Il processo di riforma della corporate governance nelle imprese italiane può essere letto secondo tre linee guida⁷⁵:

⁷⁴ In un articolo comparso pochi mesi dopo l'entrata in vigore del TUF, Mario Draghi rilevava proprio l'importanza di «individuare meccanismi interni alla società che – fermo restando il controllo sugli amministratori da parte degli azionisti – assicurino comportamenti che tengano presenti gli interessi degli *stakeholders* e degli investitori di lungo periodo, anche facendo percepire tali interessi come altrettanti terreni di competizione sui quali si misura la capacità dell'impresa di convogliare su se stessa risorse e fattori produttivi. In altri termini, i mercati potranno vagliare il grado di protezione degli interessi di tutti gli *stakeholders* dell'impresa e farne parametro per misurare la qualità dei prodotti finanziari da essa offerti e per determinare la quantità di risorse verso di essa indirizzate». Draghi M. (1998), "Corporate Governance e competitività", *Economia & Management*, n. 6, p. 59.

⁷⁵ È lo stesso Vietti a indicare le tre linee guida della riforma che porta il suo nome, nell'ambito di un intervento in cui mette in luce anche l'importante contributo che le università e gli operatori economici hanno offerto alla commissione parlamentare in sede di preparazione della riforma. Si veda in proposito Vietti M. (2003), in Taverna A. (a cura di), *La riforma del diritto societario: prime verifiche*, Atti del Corporate Governance Forum di Torino, 14 aprile, p. 5 e ss.

- a) l'autonomia privata;
- b) la flessibilità;
- c) la trasparenza.

Mentre la trasparenza è frequentemente richiamata da tutti i testi normativi e autodisciplinari di cui si compone la riforma, l'autonomia privata e la flessibilità discendono essenzialmente dalla legge Vietti, che in sostanza le propone come soluzioni per rendere più efficiente il sistema di governo e di controllo nelle società di capitali.

Affermando il valore dell'autonomia privata, il legislatore lascia che sia l'imprenditore a scegliere gli strumenti più consoni per dare soddisfazione alle attese riposte nell'azienda. La normativa viene così a svolgere una funzione sussidiaria allo statuto, qualora il soggetto economico non riesca ad organizzare la struttura di governance ottimale in relazione alle tipicità dell'impresa.

Tuttavia, il legislatore riconosce un differente grado di autonomia statutaria alle varie tipologie di imprese, autonomia che è inversamente proporzionale al livello di apertura verso il mercato: esiste infatti il rischio che, in certe situazioni, possa verificarsi un abuso di potere dei soggetti *insider* (i manager nominati dai soci che, generalmente, hanno anche approvato lo statuto) nei confronti dei portatori di interessi esterni; infatti, capita spesso che questi non siano sufficientemente informati e che il mercato non sia in grado di proteggerli con efficacia⁷⁶. Si spiega per questa ragione la forte limitazione dell'autonomia privata per le società quotate in borsa⁷⁷, come dimostrano le previsioni dettagliate e non derogabili della legge Draghi: l'impatto indiscutibile che le scelte di gestione producono sulle minoranze azionarie (e in particolare sui piccoli risparmiatori) rende necessario l'intervento puntuale della legge per definire le regole di funzionamento degli organi aziendali ed i loro specifici poteri. A tale scopo, anche il codice di autodisciplina pone dei vincoli alla libertà statutaria delle società quotate, proponendo un modello di organizzazione degli organi di governance

⁷⁶ «Questa è la filosofia che sta alla base della riforma, alla base del nostro concetto di autonomia privata. In qualche modo una prospettiva inversa a quella tipicamente anglosassone in cui invece il mito della mano invisibile del mercato fa dire che più la società si apre, più fa ricorso al mercato dei capitali di rischio e coinvolge gli interessi di terzi, più la mano invisibile mercato è in grado di regolamentare e quindi l'imperatività può essere minima e l'autonomia massima». Vietti M. (2003), in Taverna A. (a cura di), *La riforma del diritto societario: prime verifiche*, Atti del Corporate Governance Forum di Torino, 14 aprile, p. 8.

⁷⁷ Si osservi che, al polo opposto rispetto alla società quotata, si colloca la società a responsabilità limitata, nella quale i soci beneficiano della massima autonomia privata in virtù della chiusura dell'impresa nei confronti dei mercati finanziari.

che è improntato alla massima equità e trasparenza nell'interesse di tutti gli stakeholder.

Il secondo elemento su cui si basa la riforma è la flessibilità, che è certamente la condizione più evidente nella legge Vietti. La riforma del diritto societario autorizza le società per azioni ad optare per un modello di governance diverso da quello tradizionale con consiglio di amministrazione e collegio sindacale, introducendo nel nostro ordinamento il sistema monistico e quello dualistico: in un confronto internazionale, il diritto societario italiano è, ad oggi, quello che offre alle società la più estesa possibilità di scelta tra i modelli di amministrazione e controllo.

Ad evidenza, la flessibilità va di pari passo con l'autonomia privata e persegue il suo medesimo obiettivo: agevolare l'adozione del modello di governance più coerente con i tratti distintivi dell'azienda e con le esigenze degli shareholder.

Da ultimo, il processo di riforma della corporate governance si ispira alla trasparenza, vista come una opportunità di crescita per le società: in effetti, le imprese che comunicano sistematicamente con il mercato offrendo di sé un quadro fedele e imparziale sono premiate dagli investitori, perché ne alimentano la fiducia. Viceversa, la comunicazione incompleta e non veritiera, una volta scoperta, giustifica l'allontanamento delle risorse dall'impresa, che viene così punita dal mercato prima ancora che in sede penale.

Come anticipato, la trasparenza come principio trainante per lo sviluppo delle imprese viene proposta dapprima nella legge Draghi e successivamente nella legge Vietti, oltre a trovare pieno accoglimento nel codice di autodisciplina. In proposito è sufficiente ricordare:

- l'enfasi posta sul ruolo degli amministratori e dei sindaci rispettivamente nell'assicurare e nel valutare l'adeguatezza del sistema informativo-contabile, previsione recuperata anche per i sistemi monistico e dualistico;
- l'obbligo di affidare ad un revisore esterno (società di revisione nel caso delle imprese quotate) il controllo sulla contabilità, indipendentemente dal modello di governance adottato;
- il doveroso scambio di informazioni tra il revisore esterno ed i sindaci, o l'organo equivalente nei sistemi alternativi a quello tradizionale;

- la raccomandazione del codice Preda alle società quotate in tema di istituzione di un ufficio per le investor relation, che può senza dubbio agevolare i contatti con il mercato, gli azionisti e gli analisti.

Alla luce dei principi di autonomia privata, flessibilità e trasparenza, il nostro diritto societario delinea tre modelli di corporate governance per le società che emettono titoli azionari: il modello tradizionale, quello dualistico e quello monistico. Mentre i primi due si caratterizzano per la separazione dei poteri di amministrazione e controllo tra due organi, il terzo li attribuisce entrambi al consiglio di amministrazione. Inoltre, tutti i modelli – con rarissime eccezioni e previa disposizione statutaria – affidano il controllo contabile ad un revisore esterno di sicura indipendenza e professionalità, nominato dall'assemblea dei soci.

È doveroso sottolineare che tutte le società per azioni e in accomandita per azioni, quotate e non quotate, possono selezionare il sistema di governance che reputano più efficace. Qualora facciano ricorso al mercato di borsa, dovranno altresì realizzare la massima integrazione possibile tra le norme che regolano il modello prescelto (tradizionale, dualistico e monistico) e quelle previste per le società quotate dalla legge Draghi e dal codice Preda; qualora ciò risulti controproducente per il buon funzionamento del modello e per la sua diffusione nel contesto italiano, dovrà in ogni caso prevalere la logica dell'equo temperamento tra gli interessi della maggioranza e quelli delle minoranze.

La precisazione serve per superare la confusione provocata dal fatto che, nei modelli monistico e dualistico, il legislatore non abbia imposto la nomina di un sindaco da parte delle minoranze. Tenendo conto, inoltre, che la disciplina delle società quotate era già proposta nel Testo Unico della Finanza, si è aperto un dibattito sulla possibilità che i due sistemi di origine anglosassone e renana fossero destinati solamente alle società chiuse, principio peraltro assai improbabile se si ricorda che la riforma del diritto societario è stata pensata proprio per migliorare la competitività internazionale delle imprese nella raccolta dei mezzi finanziari.

L'ipotesi che un componente dell'organo di controllo (comitato per il controllo sulla gestione nel sistema monistico, consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico) debba essere scelto dagli azionisti di minoranza per analogia con quanto previsto per il collegio sindacale, anche in assenza di una specificazione da parte del legislatore, po-

trebbe essere accolta ma rischierebbe di penalizzare l'adozione dei nuovi modelli proprio per effetto di un vincolo ulteriore imposto alle società. La soluzione più apprezzabile potrebbe consistere, pertanto, nel riconoscere che siano le caratteristiche di fondo dei due modelli ad assicurare la piena tutela delle minoranze: in effetti, nel sistema dualistico il consiglio di sorveglianza si sostituisce all'assemblea nelle decisioni più rilevanti, garantendo l'imparzialità delle scelte (almeno a livello teorico), così come nel sistema monistico il potere di controllo è affidato a soggetti dotati di requisiti stringenti di indipendenza e non esecutività⁷⁸.

Il sistema tradizionale

Tra i tre sistemi previsti dal nostro diritto societario, quello tradizionale⁷⁹ continua ad essere il modello dominante, anche a causa del breve periodo di tempo trascorso dall'entrata in vigore della riforma⁸⁰. La sua adozione è automatica, salvo diversa specificazione nello statuto.

Il sistema tradizionale configura una struttura dualistica orizzontale, in cui è l'assemblea a nominare sia l'organo amministrativo sia quello di controllo.

Il potere di gestire la società è affidato ad un amministratore unico o ai componenti di un consiglio di amministrazione (anche non soci), che ne hanno la piena responsabilità e che eleggono il proprio presidente⁸¹.

⁷⁸ Cfr.: Montalenti P. (2003), in Taverna A. (a cura di), *La riforma del diritto societario: prime verifiche*, Atti del Corporate Governance Forum di Torino, 14 aprile, p. 8.

⁷⁹ Il sistema tradizionale o ordinario è regolato dagli artt. 2380 – 2409-septies del codice civile.

⁸⁰ Un'analisi condotta alla fine di febbraio del 2005 evidenzia che solamente il 23,7% delle società per azioni registrate presso le Camere di Commercio, pari a 15.565 unità, ha recepito formalmente nello statuto uno dei due nuovi modelli di governance o le novità introdotte nel sistema tradizionale (adempimento che andava effettuato entro il 30 settembre 2004). Più precisamente, 15.373 società per azioni hanno dichiarato l'adozione del modello previgente, 56 del dualistico e 136 del monistico. I sistemi dualistico e monistico hanno trovato apprezzamento soprattutto in Lombardia, Lazio, Piemonte, Emilia Romagna e Campania. In realtà, l'indagine ha appurato anche che il concreto recepimento dei nuovi sistemi si è verificato in un numero ben più limitato di casi (50 e 75). Per approfondimenti si rinvia a: Cerved (2005), *Diritto societario: poco interesse dal mondo delle imprese?*, Cerved Business Information, giugno.

Se si fa invece riferimento alle sole società quotate, dalle comunicazioni pervenute alla Consob fino al 6 settembre 2005 risulta che, su 274 imprese, soltanto tre hanno rinunciato al sistema ordinario, sostituendolo in due casi con quello dualistico (S.S. Lazio SpA e di Monti Ascensori SpA) e in un caso con quello monistico (Buongiorno Vitaminic SpA). La verifica è stata condotta direttamente sul sito www.consob.it, sezione *Emittenti, Società quotate*.

⁸¹ Come precisato nella riforma del diritto societario, il presidente del consiglio di amministrazione non svolge incarichi gestionali, bensì è responsabile del buon funzionamento del consiglio. Il suo ruolo è, dunque, distinto da quello dell'amministratore delegato: da questo punto di vista, il diritto italiano è perfettamente allineato con la best practice internazionale.

Qualora esista un consiglio composto da più persone, è importante che il presidente si adoperi affinché tutti i membri partecipino alla gestione dell'impresa, in modo tale che la collaborazione tra gli amministratori possa compensare il maggior costo della collegialità.

Ai membri del consiglio di amministrazione, o ad una parte, lo statuto può richiedere il rispetto di speciali requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza, rinviando eventualmente alle condizioni precisate in numerosi codici di comportamento e di autodisciplina: l'intensità della richiesta è rimessa all'autonomia privata, in modo che ciascuna impresa possa regolarsi in funzione delle esigenze connesse alla presenza o meno di minoranze azionarie e di altri soggetti meritevoli di una particolare tutela. Non è un caso che il codice Preda raccomandi alle società quotate di inserire nel consiglio di amministrazione un "numero adeguato" di componenti indipendenti non esecutivi, numero che nella realtà deve tenere conto della dimensione complessiva dell'organo e della rappresentatività dei membri indipendenti, derivante in primo luogo dalla loro stessa reputazione.

Gli amministratori devono dirigere la società utilizzando la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico: ciò equivale a pretendere dai consiglieri la massima attenzione nella raccolta delle informazioni necessarie, nell'assunzione delle scelte e nella valutazione dei rischi che l'attività d'impresa comporta. Le operazioni di gestione non possono cioè essere improvvisate, per evitare che producano danni per la società, gli azionisti e gli interlocutori sociali.

Il consiglio può delegare alcune funzioni⁸² ad un amministratore o ad un comitato esecutivo istituito al proprio interno, stabilendo il contenuto, i limiti ed eventualmente le modalità di esercizio della delega; in ogni momento il consiglio può, inoltre, impartire direttive agli organi delegati e riassumere su di sé le operazioni inizialmente delegate.

⁸² Si ricorda che, ai sensi dell'art. 2381, non sono delegabili:

- la redazione del bilancio;
- l'aumento del capitale sociale;
- la convocazione dell'assemblea per la riduzione del capitale sociale per perdite e al disotto del limite legale;
- la redazione del progetto di fusione;
- la redazione del progetto di scissione;
- la facoltà di emettere obbligazioni convertibili.

Si precisa altresì che il divieto di delegare le ultime tre funzioni indicate è stato introdotto con la riforma Vietti.

Oltre ad amministrare la società nei limiti della delega ricevuta, gli organi delegati devono far sì che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa: in altri termini, è richiesto loro di predisporre e di far funzionare tutte le condizioni e le strutture necessarie per un'efficiente gestione dell'azienda.

Periodicamente, gli organi delegati devono riferire all'intero consiglio di amministrazione e al collegio sindacale in merito al generale andamento della gestione, alla sua prevedibile evoluzione e alle operazioni di maggior rilievo effettuate dalla società o dalle sue controllate. In effetti, gli amministratori delegati sono posti a capo della struttura aziendale, in una posizione che garantisce loro tanto di disporre di informazioni privilegiate, quanto di formulare valutazioni e previsioni sulla gestione futura e su specifiche operazioni che è opportuno monitorare, in genere per il loro impatto economico o perché poste in essere con parti correlate.

È naturale che debba esistere la massima trasparenza all'interno di tutto il consiglio di amministrazione sulle questioni appena ricordate ed è altrettanto legittimo che agli amministratori deleganti sia imposto di valutare l'adeguatezza della struttura organizzativa, amministrativa e contabile e l'andamento della gestione. Allo stesso modo, i consiglieri deleganti devono esaminare i piani strategici e finanziari della società ed i programmi annuali che ne danno concreta attuazione.

Come anticipato, la collegialità dovrebbe infatti contribuire sensibilmente ad assumere le decisioni più adeguate, frutto del confronto tra conoscenze, professionalità ed esperienze diverse. Ad ogni modo, è importante sottolineare il differente grado di responsabilità cui vanno incontro gli amministratori delegati e quelli deleganti per le proprie decisioni e azioni: con la riforma Vietti, pur permanendo la responsabilità solidale dei componenti degli organi, viene introdotto l'esame separato delle posizioni dei singoli soggetti, passando da un concetto di responsabilità sostanzialmente oggettiva – in passato spesso affermato dalla giurisprudenza – ad uno di responsabilità per colpa⁸³, che prenda in considerazione ruolo, poteri e retribuzione dell'amministratore.

Da ultimo, il corretto funzionamento del consiglio di amministrazione richiede tempestività e chiarezza nel comunicare i conflitti di interesse, per conto proprio o di terzi, che possono condizionare l'operato di un consigliere e ripercuotersi negativa-

⁸³ Sul tema si veda Bonelli F. (2003), in Taverna A. (a cura di), *La riforma del diritto societario: prime verifiche*, Atti del Corporate Governance Forum di Torino, 14 aprile, pp. 20-21.

mente sull'andamento della gestione. Esiste, dunque, un obbligo di trasparenza nei confronti del consiglio di amministrazione (e del collegio sindacale), il cui adempimento dovrebbe consentire a tutti gli amministratori di conoscere pienamente i motivi del conflitto e di trovare la soluzione migliore per la società.

Per quanto riguarda le funzioni di controllo, la riforma della corporate governance obbliga a distinguere – e normalmente a separare – il controllo sull'amministrazione e il controllo contabile. Rispetto al passato si è pertanto modificato il ruolo del collegio sindacale, che oggi deve essere in parte sostituito e in parte affiancato da un revisore contabile.

Il controllo sull'amministrazione consiste nella vigilanza sul rispetto della legge e dello statuto ma anche dei principi di corretta amministrazione, con precipuo riferimento all'adeguatezza e al buon funzionamento dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile. Tale potere-dovere di vigilanza contraddistingue il collegio sindacale, il cui intervento deve andare a combinarsi con le scelte di struttura fatte dagli amministratori delegati e valutate anche dagli altri consiglieri.

Per assolvere i propri incarichi, i sindaci hanno il dovere di agire in modo informato, anche mediante la richiesta esplicita di informazioni agli amministratori; ciò presuppone il compimento di ispezioni e il confronto con gli organi di controllo delle società controllate.

Il collegio sindacale è un organo appartenente alla struttura societaria ma allo stesso tempo può essere visto come esterno all'impresa: in questo senso, la sua posizione è rafforzata dal requisito di indipendenza dalla società, che i suoi componenti devono presentare a livello personale ed economico⁸⁴ e dalla revocabilità soltanto per giusta causa e con approvazione del tribunale.

La sua natura di organo istituzionale indipendente fa sì che il collegio sindacale sia l'organo più adatto per assicurare ai terzi che:

⁸⁴ Le cause di ineleggibilità e di decadenza per i sindaci sono esplicitate dall'art. 2399 c.c. (che rinvia anche all'art. 2382) e consistono in:

1. interdizione, inabilitazione, dichiarazione di fallimento del soggetto o condanna ad una pena interdittiva dai pubblici uffici;
2. esistenza di rapporti matrimoniali, di parentela o affinità entro il quarto grado con gli amministratori della società o di altre imprese del gruppo;
3. esistenza di rapporti di lavoro o di consulenza continuativa e di altri rapporti di natura patrimoniale con la società o con altre imprese del gruppo.

- la gestione sia condotta nell'esclusivo interesse della società e nei limiti dell'oggetto sociale, con un approccio diligente e non avventuroso;
- le strutture che dipendono dagli amministratori funzionino in maniera efficace ed efficiente.

La legge Vietti ha potenziato il controllo sull'amministrazione da parte del collegio sindacale ma ha privato l'organo in questione del controllo sulla contabilità, trasferito di norma ad un revisore esterno che è nominato dall'assemblea con incarico triennale, sentito il parere del collegio sindacale. Più precisamente:

1. se la società è aperta (quotata), deve trattarsi di una società di revisione iscritta nel registro istituito presso il Ministero della Giustizia e soggetta alla vigilanza della Consob;
2. se la società è chiusa (non quotata), il revisore può essere una società di revisione o una persona fisica, comunque iscritta nell'apposito registro ministeriale.

L'unica eccezione è prevista per le società chiuse che non redigono il bilancio consolidato, nelle quali lo statuto può attribuire il controllo contabile al collegio sindacale, che in tal caso sarà composto esclusivamente da revisori iscritti nel registro del Ministero⁸⁵.

Il controllo contabile presuppone di verificare che: le scritture contabili siano tenute correttamente e rappresentino compiutamente i fatti di gestione; i bilanci (d'esercizio e consolidato) rispecchino fedelmente le scritture e siano conformi alla legge. La verifica si conclude con il giudizio sul bilancio d'esercizio, contenuto nella relazione esposta agli azionisti riuniti in assemblea.

Come i sindaci, ad evidenza, anche il revisore contabile esterno deve essere indipendente e deve agire in modo informato: a tal fine può effettuare ispezioni e pretendere informazioni dagli amministratori. Inoltre, collabora con il collegio sindacale attraverso lo scambio reciproco di elementi rilevanti per le rispettive valutazioni. Si ricorda, ad esempio, che il collegio sindacale conserva il dovere di valutare l'adeguatezza della struttura informativo-contabile predisposta dagli amministratori e, sotto questo profilo, è essenziale la sua interazione con il revisore.

⁸⁵ Si precisa che, in tutti gli altri casi, il collegio sindacale deve comprendere tre o cinque membri effettivi, soci o non soci, e due membri supplenti. Almeno un membro effettivo ed uno supplente devono essere iscritti nel registro dei revisori contabili; i restanti, se non iscritti al registro revisori contabili, devono essere iscritti negli albi professionali individuati con decreto o scelti tra professori di ruolo in materie economico-giuridiche.

L'attribuzione del controllo contabile ad un revisore esterno, in via inderogabile, caratterizza anche i due sistemi di corporate governance di derivazione estera. Pare pertanto che la tendenza del legislatore sia quella di "specializzare" gli organi di controllo interno ed esterno, portandoli tuttavia a collaborare fra loro e ad interagire con gli amministratori in un contesto di massima lealtà e trasparenza.

Il sistema dualistico

Per fare in modo che la gestione sia condotta con professionalità e obiettività, il sistema dualistico verticale interpone l'organo di controllo (consiglio di sorveglianza) tra l'assemblea degli azionisti e l'organo amministrativo (consiglio di gestione)⁸⁶. Se le funzioni di ciascuno sono adempiute in totale legalità, il sistema dualistico riesce quindi ad escludere la complicità tra l'azionista di maggioranza e il consiglio di gestione, dato che questo è eletto e revocato dal consiglio di sorveglianza, che ne definisce anche i compensi.

Nella sua impostazione di fondo, il modello dualistico richiama la struttura di governance delineata dal legislatore tedesco. Tuttavia, nel contesto italiano viene a mancare l'elemento più rilevante del sistema renano, ossia la natura del consiglio di sorveglianza come organo di rappresentanza, di mediazione e di composizione degli interessi contrapposti, riconducibili essenzialmente ai lavoratori e alle banche.

Nel contesto italiano, il consiglio di sorveglianza si configura piuttosto come un sostituto dell'assemblea degli azionisti: infatti, nel nostro diritto societario il modello di origine tedesca è pensato soprattutto per sollevare l'assemblea da alcuni compiti che le competono nel sistema ordinario, trasferendoli al consiglio di sorveglianza. Per questa ragione il sistema in oggetto ben si adatta alle società per azioni che non dispongono del cosiddetto capitale dirigente, situazione che si verifica tipicamente in tre casi:

1. quando l'impresa è a proprietà diffusa, con capitale frazionato tra una pluralità di piccoli azionisti che non hanno né l'interesse né le capacità per prendere parte alla gestione;

⁸⁶ Il sistema dualistico è regolato dagli artt. 2409-octies – 2409-quinquiesdecies del codice civile.

Si ricorda che le cariche di consigliere di sorveglianza e di consigliere di gestione sono incompatibili; se così non fosse, si sfocerebbe nel sistema monistico.

Il consiglio di sorveglianza si compone di un numero di membri, anche non soci, non inferiore a tre, almeno uno dei quali deve essere iscritto nel registro dei revisori contabili. Il consiglio di gestione deve comprendere almeno due membri. Per entrambe le tipologie di consiglieri possono essere fissati dallo statuto specifici requisiti di indipendenza, onorabilità e professionalità o altre cause di ineleggibilità.

2. quando l'impresa è, ancora, una public company, ma questa volta con capitale concentrato nelle mani degli investitori istituzionali che non si preoccupano di dirigere l'azienda;
3. quando l'impresa è a proprietà ristretta-familiare ma l'azionista di riferimento non è in grado di fornire un valido contributo alla conduzione degli affari: si tratta di una condizione non rara nei passaggi generazionali.

Nelle circostanze individuate, l'assemblea non è di certo l'organo più adatto a prendere determinate decisioni e, sulla scorta di questa constatazione, il consiglio di sorveglianza, da essa nominato, è investito di alcune funzioni deliberative che si aggiungono a quelle tipiche di un organo di vigilanza sulla gestione. Più precisamente, il consiglio di sorveglianza nomina e revoca il consiglio di gestione (ossia il management della società) ed approva il bilancio d'esercizio, nonostante la decisione sulla distribuzione degli utili rimanga di competenza dell'assemblea.

Si osservi, tuttavia, che proprio la dissociazione tra la titolarità del capitale di rischio e l'esercizio dei poteri di nomina e revoca del management e di approvazione il bilancio potrebbe provocare l'insuccesso del modello dualistico in Italia: è difficile pensare che, in un paese dominato da imprese di dimensioni non particolarmente rilevanti, trovi diffusione un sistema di governance in cui la proprietà, che è in genere ben identificata, è costretta a rinunciare all'effettivo controllo sull'operato del management per cederlo ad un organo indipendente.

Il consiglio di sorveglianza esercita anche i poteri-doveri di controllo sull'amministrazione, vigilando sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, nonché sul suo concreto funzionamento. Da questo punto di vista, la funzione del consiglio di sorveglianza si avvicina molto a quella del collegio sindacale in relazione ai controlli sull'attività degli amministratori⁸⁷.

Tuttavia, è importante riflettere su alcuni gravi limiti del modello dualistico per quanto attiene al consiglio di sorveglianza:

⁸⁷ Altre funzioni comuni al consiglio di sorveglianza e al collegio sindacale sono le seguenti:

- il potere di denunciare al tribunale il sospetto di gravi irregolarità commesse dall'organo amministrativo;
- il dovere di relazionare all'assemblea per iscritto, almeno una volta all'anno, in merito all'attività di vigilanza svolta, alle omissioni e ai fatti censurabili.

Il consiglio di sorveglianza può altresì promuovere l'azione di responsabilità nei confronti dei consiglieri di gestione; tale potere è riconosciuto, tuttavia, anche all'assemblea.

- da un lato, i requisiti di indipendenza richiesti ai consiglieri di sorveglianza sono meno rigorosi di quelli previsti per i sindaci, con il rischio che l'organo di controllo sia tentato di perseguire interessi personali o si dimostri troppo compiacente nei confronti del consiglio di gestione;
- dall'altro lato, la revoca del consiglio di sorveglianza può avvenire anche senza giusta causa, con deliberazione di una maggioranza facilmente raggiungibile (un quinto del capitale sociale) e senza approvazione del tribunale.

Nel complesso, quindi, il sistema dualistico potrebbe di fatto penalizzare le minoranze e gli interlocutori aziendali, anche in presenza di totale indipendenza dei controllori. In effetti, la separazione formale tra l'assemblea e il management non esclude che possano svilupparsi accordi tra i due gruppi, scavalcando il consiglio di sorveglianza e sostituendolo con facilità qualora esso vigili con serietà e si opponga a situazioni dannose per la società e gli stakeholder.

Un'altra critica che si può muovere al sistema dualistico italiano riguarda la scarsa collaborazione che il legislatore cerca di instaurare tra l'organo di controllo e quello di amministrazione. Diversamente da quanto avviene in Germania, nel nostro ordinamento l'intervento del consiglio di sorveglianza a supporto del consiglio di gestione è molto limitato e consiste essenzialmente nel deliberare sui piani strategici, industriali e finanziari della società, se così è previsto dallo statuto: si tratta di una competenza di alta amministrazione ma di carattere solo orientativo; peraltro, la responsabilità per gli atti compiuti resta esclusivamente in capo al consiglio di gestione, che di conseguenza può essere portato a non consultare l'organo di vigilanza. È solo il caso di ricordare, infatti, che anche nel nostro sistema dualistico – come in quello tradizionale – la gestione dell'impresa spetta solamente al consiglio di gestione, che può delegare alcune attribuzioni ad uno o più dei suoi componenti.

Per quanto riguarda, infine, il controllo contabile, la legge prevede che sia esercitato da un revisore unico o da una società di revisione (nel caso di impresa quotata in borsa), iscritti nel registro istituito presso il Ministero della Giustizia, analogamente a quanto avviene nel sistema tradizionale. Tale disposizione è chiaramente tesa a tutelare gli interessi degli stakeholder e, in particolare, degli azionisti di minoranza, poiché separa il potere di approvare il bilancio d'esercizio, spettante al consiglio di sorveglianza, da quello di effettuare le verifiche sulla contabilità, attribuito al revisore

esterno. Si osservi altresì che anche il bilancio consolidato è sottoposto ad approvazione del consiglio di sorveglianza, secondo un iter che offre maggiori garanzie rispetto al sistema ordinario: quest'ultimo, infatti, demanda l'approvazione del documento allo stesso organo amministrativo che è responsabile della sua redazione⁸⁸.

Il sistema monistico

Con il sistema monistico il legislatore propone anche in Italia la struttura di governance impiegata negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, dove la gestione della società è affidata ad un consiglio di amministrazione composto da amministratori esecutivi e non esecutivi: i primi dirigono di fatto le attività, mentre tra i secondi sono scelti i componenti dell'organo di controllo⁸⁹.

Il consiglio di amministrazione è un organo unitario, eletto dall'assemblea degli azionisti. Almeno un terzo dei suoi componenti deve possedere gli stringenti requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza previsti per i sindaci e, se richiesto dallo statuto, quelli ulteriori stabiliti dai codici di autodisciplina o dalle società di gestione dei mercati regolamentati. Tra gli amministratori indipendenti che non rivestono alcuna funzione operativa (né per delega né per mero fatto), il consiglio nomina il comitato per il controllo sulla gestione; questo opera come un organo autonomo per quanto attiene alla vigilanza sulla gestione, ma continua altresì a prendere parte alle riunioni e alle deliberazioni dell'organo amministrativo, perché non cessa di appartenervi.

Il comitato per il controllo sulla gestione – comprendente perlomeno un revisore contabile – è investito dei compiti di vigilanza e ispezione tipici del collegio sindacale, che si traducono nei controlli sull'adeguatezza della struttura amministrativa, organizzativa e contabile nonché del sistema di controllo interno e sull'osservanza della legge, dello statuto e dei principi di corretta direzione aziendale. Viceversa, non possiede funzioni di controllo contabile, che la legge demanda al revisore unico o alla società di revisione.

All'interno del consiglio di amministrazione lo scambio di informazioni deve costituire una prassi normale, in particolare nei confronti degli amministratori non esecuti-

⁸⁸ Cfr.: Superti Furga F. (2002), *Le funzioni di controllo nella riforma delle società per azioni*, Quaderno di ricerca n. 1, Università di Pavia.

⁸⁹ Il sistema monistico è regolato dagli artt. 2409-sexiesdecies – 2409-noviesdecies del codice civile.

vi che, non prendendo parte alla gestione, possono acquisire le informazioni soltanto rivolgendosi agli amministratori esecutivi. Almeno trimestralmente, il consiglio ha l'obbligo di aggiornare il comitato per il controllo sulla gestione in relazione all'attività d'impresa.

Ad ogni modo, è opportuno ricordare che, partecipando agli incontri del consiglio di amministrazione, i membri del comitato per il controllo sulla gestione hanno la possibilità di vigilare in modo più completo e diretto sul rispetto della legalità e dell'efficienza dell'organo, bloccando sul nascere le decisioni illegittime o dannose per la società, gli azionisti e gli altri interlocutori aziendali; a ciò si aggiunge il vantaggio di acquisire una conoscenza più approfondita dei meccanismi di gestione attivati dagli amministratori esecutivi, su cui il comitato deve vigilare.

La rigorosa indipendenza dei componenti del comitato di controllo, l'effettiva e sistematica partecipazione alle riunioni consiliari, l'esercizio del diritto di voto e la richiesta di chiarimenti agli organi delegati, sono tutti fattori che portano ad apprezzare l'appartenenza del comitato di controllo al consiglio di amministrazione. Infatti, questi elementi riescono a compensare le perplessità che normalmente sorgono di fronte ad una situazione in cui il controllato nomina il proprio controllore, peraltro al proprio interno, anche se resta qualche dubbio sul fatto che il consiglio di amministrazione (così come l'assemblea) possa rimuovere il comitato anche in assenza di una giusta causa.

Il sistema monistico è considerato una innovazione positiva anche per quanto riguarda i costi connessi al suo funzionamento: presentando un solo organo, è stato infatti osservato che permette di contenere i costi rispetto ai sistemi ordinario e dualistico, senza per questo determinare un minor rigore nell'attività di vigilanza.

In conclusione, pare interessante sottolineare che la somiglianza con il sistema anglosassone potrà col tempo giovare all'adozione del modello monistico, permettendo alle grandi società operanti o quotate nei principali mercati mondiali di avvicinarsi in maniera significativa alle strutture ivi radicate. D'altra parte, non si può tacere che il modello monistico sembra adattarsi soprattutto alle imprese di dimensioni rilevanti: in effetti, esso richiede un numero elevato di amministratori indipendenti non esecutivi, che nelle imprese familiari è difficile inserire nel consiglio; inoltre, la normativa ri-

chiama espressamente il sistema di controllo interno istituito nella società, che raramente si incontra nelle piccole realtà.

La corporate governance nelle società a responsabilità limitata

La riforma del diritto societario ha profondamente modificato la disciplina delle società a responsabilità limitata, tanto da accrescere la centralità dei soci in maniera paragonabile a quanto avviene nelle società di persone.

La nuova disciplina⁹⁰ presenta un carattere organico, che rinvia raramente alla normativa sulle società per azioni, in coerenza con la volontà di delineare una struttura “personalistica” di impresa nella quale a ciascun socio siano riconosciuti notevoli diritti di informazione, ispezione e controllo. L’elemento di fondo che ispira la riforma della società a responsabilità limitata consiste, infatti, nell’esistenza di strette relazioni tra i soci, che rendono generalmente superflua l’istituzione di un organo interno di vigilanza.

I soci nominano uno o più amministratori, anche tra coloro che non detengono quote di capitale e che devono agire con la diligenza richiesta dalla natura dell’incarico. Nel caso in cui gli amministratori siano più di uno, si ha un consiglio che può funzionare secondo la regola dell’amministrazione disgiunta, congiunta o mista: nell’ultimo caso rileva la natura delle operazioni, che richiedono l’intervento congiunto quando sono straordinarie. Le operazioni più importanti competono in ogni caso all’organo collegiale (redazione del progetto di bilancio, redazione dei progetti di fusione e scissione, aumenti di capitale).

Il controllo sull’attività amministrativa può essere realizzato da tutti i soci che non partecipano direttamente alla gestione della società, ai quali la legge attribuisce il diritto di pretendere notizie sull’andamento degli affari e di consultare i libri sociali, i libri contabili e gli altri documenti relativi all’amministrazione. Inoltre, ciascun socio può esercitare l’azione sociale di responsabilità contro gli amministratori e chiedere che questi siano revocati, in via cautelare, in caso di gravi irregolarità nella gestione.

Le dimensioni della società possono tuttavia rendere opportuno il funzionamento di un apposito organo di controllo, in particolare per quanto attiene alle informazioni contabili. Lo statuto può pertanto prevedere che sia istituito un collegio sindacale in-

⁹⁰ Sull’amministrazione e il controllo nelle società a responsabilità limitata, si vedano gli artt. 2475 – 2478-bis del codice civile.

caricato del controllo contabile o che sia nominato un revisore esterno (persona fisica o società di revisione).

Il legislatore impone l'istituzione del collegio sindacale solamente alle società a responsabilità limitata "di grandi dimensioni"⁹¹, che coinvolgono verosimilmente gli interessi di un numero elevato di soci e di stakeholder: in altri termini, si tratta di società relativamente "aperte" e nelle quali i soci potrebbero avere difficoltà a raccogliere tutte le informazioni necessarie per un efficace controllo. Quando il collegio sindacale è obbligatorio, deve essergli affidato non solo il controllo contabile ma anche quello sull'amministrazione. Addirittura, i soci possono decidere di attribuire al collegio sindacale solamente il controllo sull'amministrazione, trasferendo il controllo contabile ad un revisore esterno. Restano comunque fermi i diritti di ispezione e informazione previsti per i soci che non sono amministratori.

In sintesi, anche la nuova disciplina della società a responsabilità limitata risulta improntata al principio essenziale dell'autonomia privata, la cui limitazione è giustificata per assicurare una maggiore tutela ai soggetti che corrono il rischio di non essere adeguatamente informati.

2.2.2. Il sistema delineato dal codice di autodisciplina

L'efficacia del sistema di corporate governance alimenta i consensi verso l'impresa e si qualifica, dunque, come una condizione premiante per l'istituzione di relazioni interaziendali durature e per l'accesso ai mercati finanziari.

Il caso italiano dimostra, in particolare, la necessità di fornire agli stakeholder profonde garanzie sull'affidabilità delle strutture e dei processi di governo nelle società quotate. In effetti, il nostro sistema economico si è tradizionalmente caratterizzato per il prevalente trasferimento del risparmio verso attività finanziarie non rischiose dal punto di vista del rendimento (titoli a reddito fisso), emesse dallo Stato. Tale scelta lascia altresì trasparire che gli investitori nutrivano maggiore fiducia nei confronti dell'emittente pubblico rispetto a quelli privati, riconoscendogli probabilmente una speciale attenzione per le attese economiche della collettività.

⁹¹ La società a responsabilità limitata viene qualificata "di grandi dimensioni" quando ha un capitale non inferiore a quello minimo previsto per le società per azioni (120.000 euro), oppure quando supera per due esercizi consecutivi almeno due dei limiti per la redazione del bilancio in forma abbreviata.

La natura sempre più internazionale dei rapporti tra le imprese e la concorrenza globale nell'acquisizione delle risorse per sostenere lo sviluppo aziendale, hanno reso ancor più pressante l'esigenza di attirare il risparmio privato nelle Borse Valori, indirizzandolo verso le società più meritevoli. Sotto questo profilo rilevano tanto la capacità delle imprese di produrre risultati positivi nel breve e nel lungo periodo, quanto l'adozione di comportamenti e procedure tesi a tutelare gli interessi dei conferenti di capitale.

Il contesto delineato ha portato alla stesura di un codice di autodisciplina – il codice Preda – promosso da Borsa Italiana SpA nel 1999 e redatto dal Comitato per la corporate governance delle società quotate, istituito a questo scopo.

Il codice di autodisciplina è un punto di riferimento per le società quotate nei mercati gestiti da Borsa Italiana, poiché ne integra i regolamenti⁹²; ciononostante, la sua adozione è volontaria, è stimolata soprattutto da un processo di *moral suasion*⁹³ e segnala pertanto l'impegno dei vertici aziendali ad aderire alle best practice universalmente riconosciute nell'ambito del governo d'impresa. Viceversa, la mancata adozione del codice può provocare una perdita di reputazione per la società, sanzione reale che può incidere pesantemente sulle sue relazioni esterne.

La scelta di non aderire alle disposizioni autodisciplinari deve essere motivata con precisione dalla società, affinché gli stakeholder possano prenderne coscienza. Infatti, l'efficacia dell'autoregolamentazione si connette alla scelta responsabile da parte dell'organo amministrativo – che la sottopone all'assemblea – per quanto attiene al modello di governance che meglio si presta a sostenere il perseguimento delle finalità aziendali, nel rispetto delle attese interne ed esterne e delle peculiarità dell'azienda. In una logica di trasparenza e di istituzione di rapporti fiduciari, il codice di autodisciplina promuove quindi il principio di *freedom with accountability*, per effetto del quale la libertà di derogare alle raccomandazioni del documento trova una indispensabile compensazione nell'obbligo di informare gli interlocutori aziendali.

⁹² Si vedano in proposito le Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana SpA, in vigore dal 7 novembre 2005, dove nella sezione IA.2.14 si afferma: «Al fine di garantire il buon funzionamento del mercato e una corretta informativa societaria, i Consigli di Amministrazione delle società emittenti azioni quotate in borsa e nel mercato MTAX danno informativa, con cadenza annuale, sul proprio sistema di *corporate governance* e sull'adesione al Codice. I Consigli di Amministrazione delle società che non hanno applicato le raccomandazioni del Codice, o le abbiano applicate solo in parte, danno inoltre informazione delle motivazioni che le hanno indotte a tale decisione».

⁹³ L'obbligo giuridico ad applicare il modello di organizzazione societaria previsto dal codice Preda subentra solamente dopo il suo recepimento nello statuto.

Il codice Preda mira ad allineare le prassi societarie delle imprese italiane a quelle dei Paesi in cui i mercati finanziari sono più evoluti. Questa impostazione di fondo fa sì che il documento sia prevalentemente orientato alla tutela degli shareholder ma non esclude che anche altri attori sociali possano beneficiare dei suoi effetti positivi. Infatti, la massimizzazione del valore per gli azionisti, riconosciuta dal codice come l'obiettivo principale della corporate governance, può tradursi in una ricerca di efficacia, efficienza ed integrità aziendale che, in un orizzonte temporale non breve, è proficua per tutti gli stakeholder: i lavoratori, i clienti, i fornitori, i finanziatori, la comunità e, in senso ampio, l'ambiente naturale⁹⁴.

Operativamente, il codice di autodisciplina si propone di identificare un modello di organizzazione finalizzato a:

- favorire lo svolgimento dei processi decisionali con la massima trasparenza, sia all'interno dell'organo amministrativo, sia nei rapporti tra questo e l'organo di controllo;
- promuovere la formazione di comitati propositivi e consultivi per specifiche materie e funzioni, i cui componenti non siano direttamente coinvolti nella gestione aziendale e possano così mantenere una spiccata autonomia di giudizio;
- gestire i conflitti di interesse con imparzialità, affinché sia costantemente privilegiato l'interesse supremo dell'impresa ad operare secondo economicità e a conservare il patrimonio sociale;
- monitorare i rischi d'impresa, ossia le condizioni che potrebbero mettere in pericolo il raggiungimento degli obiettivi prefissati;
- ridurre le asimmetrie informative ed assicurare che il possesso di informazioni sull'attività d'impresa non si traduca in un vantaggio ingiustificato per coloro che ricoprono particolari cariche nella società;
- coinvolgere maggiormente gli azionisti nei momenti istituzionali rilevanti, in primo luogo nell'assemblea annuale.

Il documento fa seguito al Testo Unico della Finanza (che nel 1998 ha riformulato la disciplina delle società quotate) e deve considerarsi pienamente compatibile con il modello di governance tradizionale. Gli espliciti richiami al consiglio di amministra-

⁹⁴ Le finalità del codice Preda sono esplicitate nel *Rapporto* che accompagna la prima edizione del documento (ottobre 1999) e che nasce da un'indagine condotta da Borsa Italiana tramite un questionario inviato a tutte le società quotate e restituito dalla quasi totalità di queste.

zione e al collegio sindacale non possono però escludere la sua applicabilità nelle società che utilizzano il sistema dualistico o quello monistico: al di là della denominazione formale degli organi istituzionali, il codice Preda riveste un'importanza sostanziale per il loro corretto funzionamento, per la gestione dei conflitti di interesse e per la comunicazione con gli stakeholder. In linea di principio, l'adozione di un sistema di governo diverso da quello tradizionale non può quindi costituire una motivazione sufficiente a disattendere il codice di autodisciplina⁹⁵.

Gli ambiti di intervento più rilevanti del codice Preda possono ricondursi essenzialmente ai seguenti:

- a) responsabilità, composizione e funzionamento del consiglio di amministrazione, con particolare attenzione alle procedure per la gestione – interna ed esterna – delle informazioni e al sistema di controllo interno;
- b) rapporti con gli azionisti e funzionamento dell'assemblea;
- c) nomina e ruolo del collegio sindacale.

Per ciascuna area, la preoccupazione del Comitato per la corporate governance è potenziare gli strumenti a tutela degli shareholder, con specifico riferimento alle minoranze azionarie.

Responsabilità, composizione e funzionamento del consiglio di amministrazione

Il codice di autodisciplina insiste sul ruolo centrale del consiglio di amministrazione nella governance dell'impresa. In effetti, a tale organo sono riservate le più importanti decisioni in relazione ai piani strategici, industriali e finanziari, all'attribuzione di deleghe e alla determinazione dei compensi dei membri esecutivi. Inoltre, il consiglio di amministrazione: vigila sul generale andamento della gestione; verifica l'adeguatezza dell'assetto amministrativo ed organizzativo della società e del gruppo (che è predisposto dagli amministratori delegati), nonché la validità del sistema di controllo interno. È altresì chiamato ad intervenire in caso di conflitti di interesse e in presenza di operazioni significative per la loro rilevanza economica o per la posizione ricoperta dalla persona che le effettua⁹⁶. Infine, i membri più rappresentativi del con-

⁹⁵ È doveroso precisare che le società quotate nei mercati MTA e MTAX che sono organizzate secondo i sistemi dualistico o monistico, hanno aderito alle previsioni del codice di autodisciplina come stabilito nelle Istruzioni al Regolamento di Borsa.

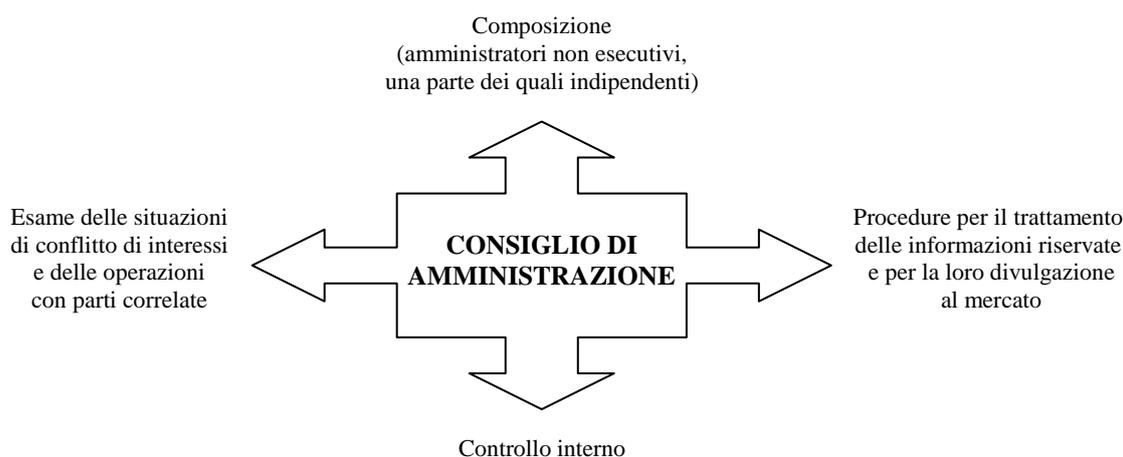
⁹⁶ Comitato per la corporate governance delle società quotate (2002), *Codice di autodisciplina*, edizione rivisitata, art. 1.2 e 9.2.

siglio (presidente, amministratore delegato) sono generalmente insigniti dei compiti più delicati nella gestione delle informazioni per il mercato.

Le disposizioni del codice di autodisciplina sono strutturate in modo tale da configurare il consiglio di amministrazione come l'organo garante dell'armonizzazione delle finalità d'impresa con le attese degli stakeholder. In tal senso operano le regole dettate in tema di (Figura 2.1.):

- composizione del consiglio;
- procedure da adottare per la soluzione dei conflitti di interesse e per il trattamento delle informazioni;
- realizzazione dei controlli interni.

Figura 2.1 – Il consiglio di amministrazione nel codice di autodisciplina: la funzione di garanzia verso gli stakeholder



La rilevanza delle funzioni riservate all'organo collegiale si spiega, in primo luogo, in virtù della nomina del consiglio stesso, che avviene direttamente da parte dell'assemblea degli azionisti. Ancora, l'assunzione di decisioni di comprovata importanza è affidata a tutto il consiglio per favorire il dialogo e il confronto tra:

- gli amministratori esecutivi, che esercitano un'attività operativa all'interno dell'azienda e dispongono di conoscenze approfondite, sviluppate sul campo;

- gli amministratori non esecutivi, che possiedono competenze professionali ed esperienza, talvolta anche nel settore d'attività dell'impresa⁹⁷, tanto da poter suggerire le soluzioni più coerenti con l'interesse aziendale e con il temperamento delle attese di tutti gli stakeholder.

Il codice Preda raccomanda anche una presenza qualificata di amministratori indipendenti, allineandosi in questo alla best practice d'oltreoceano e portando l'attenzione degli operatori sulle condizioni soggettive richieste ai consiglieri come garanzia di imparzialità nella governance⁹⁸.

È vero che l'indipendenza, intesa come autonomia di giudizio, deve aversi per ogni amministratore consapevole delle responsabilità e dei compiti connessi al ruolo che ha accettato di ricoprire. Ciononostante, possono verificarsi situazioni in cui gli amministratori investiti di cariche esecutive sono portati a guardare all'azienda con un eccessivo coinvolgimento. Per controbilanciare questa eventualità, il codice di autodisciplina raccomanda che – tra gli amministratori non esecutivi – un adeguato numero presenti piena indipendenza dai soggetti che, di fatto, esercitano il controllo sull'attività d'impresa: gli amministratori delegati nel caso di società a capitale diffuso; gli azionisti di maggioranza quando la proprietà è concentrata.

⁹⁷ Si ricorda, nello specifico, che il Regolamento del Nuovo Mercato gestito da Borsa Italiana SpA – sostituito dal mercato MTAX a far data dal 19 settembre 2005 – prevedeva che, per tre anni dall'ammissione alle negoziazioni, nel consiglio di amministrazione delle società fosse presente almeno un amministratore non esecutivo ed indipendente dotato di comprovata esperienza in materie attinenti all'attività dell'emittente.

⁹⁸ Il codice Preda è il primo documento ufficiale a contemplare, in Italia, l'indipendenza degli amministratori. Si tratta di una condizione personale che deve essere verificata rispetto a tre dimensioni (art. 3):

1. l'esistenza attuale o recente, diretta, indiretta o per conto di terzi, di relazioni economiche con la società, con le sue controllate, con gli amministratori esecutivi, con l'azionista o il gruppo di controllo, tali da condizionare l'autonomia di giudizio del consigliere;
2. la titolarità diretta, indiretta o per conto di terzi, di partecipazioni azionarie che assicurano il controllo o un'influenza notevole sulla società, nonché l'adesione a patti parasociali per il controllo dell'impresa stessa;
3. l'esistenza di stretti vincoli familiari con amministratori esecutivi della società o altri soggetti che si trovino nelle situazioni precedentemente contemplate.

Qualora non si realizzi alcuna delle tre condizioni, l'amministratore è indipendente ai sensi del codice Preda.

È opportuno precisare, tuttavia, che altri documenti identificano condizioni più stringenti e dettagliate di indipendenza degli amministratori. Nedcommunity (Non Executive Directors Community), ossia un'associazione impegnata nella formazione degli amministratori non esecutivi ed indipendenti, stabilisce ad esempio che, nell'ultimo anno, l'amministratore non deve aver intrattenuto rapporti d'affari importanti con la società, in qualità di fornitore, cliente, finanziatore o consulente. Ancora, Nedcommunity esclude l'indipendenza di coloro che, nell'ultimo triennio, abbiano lavorato come partner o come dipendenti del revisore esterno della società. Per approfondimenti si rinvia al Principio n. 1 in Nedcommunity (2005), *L'amministratore indipendente. Principi guida*, maggio.

Si osservi, tuttavia, che il codice di autodisciplina non stabilisce con precisione il numero (o la percentuale) di amministratori indipendenti all'interno del consiglio⁹⁹. La composizione effettiva dell'organo rientra, infatti, nell'autonomia decisionale della società, la cui valutazione deve tener conto di diversi fattori:

- l'autorevolezza e la rappresentatività dei candidati;
- la raccomandazione del codice e la volontà del consiglio stesso di costituire comitati composti da amministratori indipendenti¹⁰⁰;
- l'appartenenza dell'impresa ad un gruppo – in posizione di controllata – all'interno del quale le relazioni di controllo potrebbero limitare l'effettiva autonomia gestionale dell'azienda ed incidere sulla fissazione e sul perseguimento degli obiettivi economico-finanziari da parte di quest'ultima.

L'indipendenza di una parte del consiglio dovrebbe assicurare la massima neutralità nelle scelte, nei giudizi e nelle verifiche compiute sull'operato degli amministratori esecutivi: tutto ciò per preservare la correttezza delle operazioni sia a livello formale, sia in relazione al loro contenuto economico. A tal fine è fondamentale che l'indipendenza sia accertata ad intervalli periodici non superiori all'anno, con la fattiva collaborazione degli amministratori interessati; la verifica potrebbe essere affidata, eventualmente, a soggetti esterni e l'esito dovrebbe essere successivamente comunicato al mercato. Potrebbe così svilupparsi un sistema di rating sull'indipendenza degli amministratori, punto di partenza per una valutazione più estesa dell'intero sistema di corporate governance delle società. Per le imprese, un rating apprezzabile costituirebbe peraltro un valido fattore per la qualificazione della propria immagine e per la gestione del consenso¹⁰¹.

⁹⁹ Diversamente dal codice Preda, Borsa Italiana – che ne è comunque la promotrice – impone i seguenti vincoli alla composizione dei consigli di amministrazione nelle imprese del segmento STAR (art. IA.2.12.4, *Istruzioni* al Regolamento di Borsa in vigore dal 7 novembre 2005):

- almeno 2 amministratori indipendenti, se il consiglio comprende fino a 8 membri;
- almeno 3 amministratori indipendenti, se il consiglio comprende da 9 a 14 membri;
- almeno 4 amministratori indipendenti, se il consiglio comprende oltre 14 membri.

Giova ricordare che le società STAR sono chiamate a rispettare alcuni requisiti in materia di corporate governance: oltre alla presenza di un numero prestabilito di amministratori indipendenti, è richiesto a tali aziende di istituire un comitato per il controllo interno e di adottare un sistema retributivo incentivante per il top management.

¹⁰⁰ Si ricorda che gli amministratori indipendenti non esecutivi possono far parte del comitato esecutivo. Infatti, è a quest'ultimo nella sua interezza che il consiglio delega le funzioni, non ai singoli soggetti che lo compongono.

¹⁰¹ La proposta di un sistema di rating affidato a terzi indipendenti è formulata da Nedcommunity (2005), *Guida al sistema dei controlli*, novembre.

Con riferimento al consiglio di amministrazione, il Comitato per la corporate governance delle società quotate si sofferma inoltre sul ruolo dell'organo, complessivamente considerato, nel superamento dei conflitti di interesse e nello svolgimento di operazioni con parti correlate in condizioni di legalità ed economicità¹⁰². Al riguardo, il codice di autodisciplina si preoccupa di proteggere gli interessi degli azionisti e degli interlocutori sociali in genere, fissando alcune linee guida tese a minimizzare il rischio di un ingiustificato arricchimento di un amministratore esecutivo – o di un soggetto a lui vicino – con ripercussioni sul patrimonio aziendale.

Le operazioni con parti correlate possono dare luogo a conflitti di interesse; per questo motivo il codice Preda raccomanda l'intervento del consiglio di amministrazione, puntualmente ed estesamente informato dall'amministratore interessato all'operazione e che in linea di principio deve astenersi dalla deliberazione ad essa relativa.

Il principio di correttezza procedurale e sostanziale (*fairness*) guida la discussione e il compimento della decisione presa dal consiglio, anche alla luce delle eventuali opinioni legali, tecniche ed economiche richieste ad esperti esterni indipendenti.

La correttezza e la lealtà degli amministratori devono riscontrarsi anche nelle modalità di utilizzo e di divulgazione delle informazioni sull'impresa. In questo caso, il consiglio di amministrazione deve definire una procedura per effetto della quale tutti gli stakeholder possano acquisire le medesime conoscenze sull'attività d'impresa e sulle sue prospettive, per trarre potenzialmente lo stesso beneficio dalle negoziazioni sui titoli della società.

In effetti, gli amministratori esecutivi, i sindaci, i responsabili di funzione, i consulenti aziendali che hanno rapporti stabili e duraturi con l'azienda, hanno accesso ad informazioni riservate e capaci di influenzare l'andamento delle quotazioni (informazioni *price sensitive*). Il consiglio di amministrazione ha il compito, pertanto, di disciplinare il trattamento delle informazioni in oggetto impedendo agli esponenti aziendali che ne hanno un'anticipata conoscenza, di utilizzarle per fini personali e di divulgarle

¹⁰² L'importanza della materia è evidenziata dal fatto che, nella prima edizione del codice di autodisciplina (ottobre 1999), le operazioni con parti correlate non trovavano una autonoma trattazione ed erano richiamate solamente tra le tematiche sottoposte all'esame e all'approvazione del consiglio di amministrazione. Nell'edizione rivisitata del 2002, viceversa, il Comitato per la corporate governance ha inserito un articolo (art. 11) dedicato esclusivamente alle operazioni con parti correlate, per la cui definizione il codice rinvia allo IAS 24.

in forma incompleta e tendenziosa¹⁰³. A tale scopo il consiglio deve adottare un codice per la gestione delle informazioni riservate, in cui vengano precisati gli obblighi imposti a coloro che hanno la disponibilità delle informazioni in oggetto. La responsabilità per la diffusione delle informazioni al pubblico è generalmente affidata all'amministratore delegato o al presidente.

La centralità del consiglio di amministrazione emerge, infine, in tema di controlli interni. Il codice Preda attribuisce all'organo collegiale i poteri di supervisione ed accertamento dell'adeguatezza e del buon funzionamento del sistema dei controlli interni¹⁰⁴, che nel complesso dovrebbero assicurare la razionale conduzione delle operazioni di gestione e preservare il valore delle risorse conferite dagli interlocutori sociali.

Pur attribuendo ad una pluralità di soggetti (amministratori delegati, comitato per il controllo interno, preposto al controllo interno e/o internal auditor) i compiti operativi, il codice di autodisciplina riconduce al consiglio di amministrazione le scelte di indirizzo del sistema di controllo e di gestione dei rischi, prevedendo altresì specifici obblighi di informazione periodica a favore dell'organo.

Per rendere più efficace l'attività del consiglio di amministrazione, il Comitato per la corporate governance di Borsa Italiana propone, da ultimo, la costituzione di comitati interni con compiti propositivi e consultivi per quanto attiene alla nomina e alla remunerazione degli amministratori¹⁰⁵, nonché al controllo interno. La composizione di tali comitati, di cui dovrebbero far parte esclusivamente consiglieri non esecutivi, rappresenta peraltro un'ulteriore forma di tutela per gli azionisti.

I comitati interni dovrebbero contribuire all'organizzazione del lavoro del consiglio di amministrazione, facendo in modo che le decisioni di quest'ultimo siano svincolate da qualunque interesse particolare¹⁰⁶, anche se la responsabilità decisionale resta in capo al consiglio.

¹⁰³ Si rinvia in proposito all'art. 6 del codice di autodisciplina.

¹⁰⁴ Sul controllo interno e sui soggetti che ne hanno la competenza, si vedano gli artt. 9 e 10 del codice Preda. L'argomento è approfondito nel proseguimento del lavoro.

¹⁰⁵ Le procedure di nomina e di remunerazione, con i rispettivi comitati, sono regolate dagli artt. 7 e 8 del codice Preda.

¹⁰⁶ In tal senso si è espressa anche la Commissione Europea nella Raccomandazione del 15 febbraio 2005, art. 6.1, trattando degli amministratori senza incarichi esecutivi e dei comitati costituiti nel consiglio di amministrazione.

Il comitato per le proposte di nomina è investito della funzione di valutare i candidati alla carica di amministratore, tenendo conto delle caratteristiche professionali e dei requisiti personali (in particolare ai fini dell'indipendenza) di ciascuno. Nel formulare la proposta di nomina, il comitato dovrebbe considerare il concreto contributo che i candidati potrebbero offrire alla società rispetto alle principali esigenze di quest'ultima, ricercando a tal fine il miglior equilibrio di competenze, esperienze e conoscenze apportate dai diversi soggetti. Successivamente, il comitato dovrebbe sostenere un giusto avvicendamento tra i componenti del consiglio, per scongiurare il rischio che questo si fossilizzi su determinate posizioni o, peggio, che alcuni membri acquisiscano un potere eccessivo per effetto della permanenza nell'organo.

Ad ogni modo, l'istituzione del comitato per le nomine non è vincolante: in effetti, il comitato rischierebbe di aggravare il funzionamento dei consigli di amministrazione con pochi componenti e risulterebbe superfluo nelle imprese controllate da un socio di maggioranza in grado di esprimere una preferenza significativa sulla nomina degli amministratori. Assai più utile apparirebbe, invece, nelle società propriamente qualificabili come *public companies*, nell'ambito delle quali è difficile che gli azionisti siano interessati a presentare candidati al consiglio e dispongano delle competenze necessarie per formulare una valutazione ragionevole in merito.

Al contrario, deve considerarsi obbligatoria la costituzione del comitato per le remunerazioni e per i piani di stock option, composto anch'esso da amministratori non esecutivi. Tale comitato suggerisce al consiglio:

- a) la struttura ed il compenso degli amministratori delegati e di quelli che ricoprono particolari cariche;
- b) i criteri per la remunerazione dell'alta dirigenza.

Più precisamente, al comitato in oggetto è di solito assegnato il compito di studiare le caratteristiche dei sistemi di remunerazione che prevedono una componente variabile, rispetto ai risultati aziendali o al raggiungimento di prefissati obiettivi individuali¹⁰⁷: come precisa il codice di autodisciplina, si persegue in questo modo

¹⁰⁷ Pare opportuno sottolineare che l'introduzione di remunerazioni incentivanti e di piani di stock options non dovrebbe interessare gli amministratori indipendenti. Si correrebbe altrimenti il rischio di favorirne una partecipazione attiva nel governo dell'impresa, che non sarebbe compatibile con l'imparzialità ad essi richiesta nei giudizi e nelle decisioni consiliari. Al riguardo afferma Nedcommunity: «Forme di remunerazione variabili, incluse quelle collegate a piani di stock options, devono essere contrastate perché possono generare calcoli economici che collidono con l'indipendenza». Per gli am-

l'allineamento tra gli interessi dei vertici aziendali e quelli degli azionisti, specialmente nel lungo andare.

Il comitato non dispone, tuttavia, di alcun potere deliberativo: il suo ruolo è esclusivamente di supporto al consiglio di amministrazione che, come organo collegiale eletto dall'assemblea, è l'unico a poter prendere la decisione. Le proposte del comitato dovrebbero rappresentare, tuttavia, una guida apprezzabile per il consiglio, provenendo da amministratori che non prendono parte direttamente alla gestione dell'impresa: pertanto, essi possono mantenersi imparziali nell'indicazione di compensi consoni sia all'impegno manifestato dagli amministratori esecutivi e dagli alti dirigenti, sia ai risultati raggiunti.

Grazie alla neutralità che dovrebbe caratterizzare i suoi componenti, il comitato per le remunerazioni si configura peraltro come il soggetto più adeguato a verificare l'attendibilità e la completezza delle informazioni presentate dal consiglio di amministrazione all'assemblea e al mercato¹⁰⁸, in relazione alla struttura e al livello dei compensi riconosciuti ai propri membri e al top management.

Rapporti con gli azionisti e funzionamento dell'assemblea

La trasparenza è uno dei valori che ispirano tutto il codice di autodisciplina. In effetti, il documento è teso a promuovere un rapporto aperto e duraturo tra l'impresa e gli stakeholder, a cominciare dai conferenti di capitale di rischio attuali e potenziali.

Il presidente e gli amministratori delegati dovrebbero attivarsi, pertanto, per lo sviluppo di un proficuo dialogo con gli shareholder, in una logica di gestione dei consensi esterni e di compartecipazione al perseguimento delle finalità istituzionali. Nel loro impegno, è importante che i soggetti più rappresentativi dell'impresa siano sostenuti

ministratori indipendenti, l'associazione suggerisce quindi un emolumento fisso ma adeguato. Si veda il Principio n. 19 in Nedcommunity (2005), *L'amministratore indipendente. Principi guida*, maggio.

¹⁰⁸ Si ricorda che il bilancio d'esercizio, nella nota integrativa, deve fornire le indicazioni sui compensi agli amministratori e ai sindaci, cumulativamente per ciascuna categoria (art. 2427, n. 16).

Una comunicazione più dettagliata è resa obbligatoria dalla Commissione Europea, per effetto della Raccomandazione del 14 dicembre 2004 sulla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate. Il documento stabilisce che «Ogni società quotata dovrebbe rendere pubblica una dichiarazione relativa alla propria politica delle remunerazioni [...]. Tale dichiarazione dovrebbe far parte di una relazione sulla remunerazione a sé stante e/o essere inclusa nei conti annuali e nella relazione annuale o negli allegati ai conti annuali della società. La dichiarazione relativa alle remunerazioni dovrebbe figurare anche sul sito web della società quotata» (art. 3.1).

operativamente da una struttura dedicata all'investor relation, soprattutto quando le dimensioni aziendali sono rilevanti¹⁰⁹.

Il dialogo con gli azionisti e gli investitori istituzionali deve essere improntato alla massima equità: tra i soci di maggioranza, quelli di minoranza ed il mercato non può esistere alcuna disparità di trattamento, ossia tutte le informazioni devono essere divulgate contestualmente a tutti i potenziali utilizzatori.

L'assemblea degli azionisti dovrebbe rappresentare il momento di maggiore apertura dei vertici aziendali nei confronti dei conferenti di capitale: pertanto, la sua efficacia è strettamente correlata alla partecipazione attiva di tutti i consiglieri di amministrazione. Tuttavia, ai fini dell'equa soddisfazione delle attese conoscitive esterne, la riunione assembleare non dovrebbe mai trasformarsi in un'occasione di comunicazione privilegiata a favore degli azionisti intervenuti, rispetto agli altri interlocutori sociali¹¹⁰.

Nomina e ruolo del collegio sindacale

L'enfasi posta dalla legge Draghi sul collegio sindacale e, in particolare, sul membro eletto dalla minoranza si riscontra anche nel codice Preda, che sottolinea la necessità di procedure trasparenti di nomina fondate su informazioni complete e diffuse agli azionisti con un sufficiente anticipo.

La maggiore premura del Comitato per la corporate governance riguarda, tuttavia, il ruolo attribuito ai componenti del collegio sindacale: infatti, la previsione di uno o più sindaci nominati dai soci di minoranza non può mai tradursi nell'assunzione di comportamenti di parte.

È nell'interesse della generalità degli azionisti che ciascun sindaco ha il compito di vigilare sulla corretta amministrazione e sull'adeguatezza dei sistemi contabili e di controllo; ed è ancora a vantaggio di tutti azionisti (di maggioranza o di minoranza) che il collegio sindacale verifica che l'attività di governo esercitata dagli amministratori stia soddisfacendo le attese e generando valore.

¹⁰⁹ Si veda l'art. 12 del codice di autodisciplina.

¹¹⁰ Come afferma il codice Preda (art. 13), «le assemblee sono occasione anche per la comunicazione agli azionisti di informazioni sulla società, nel rispetto della disciplina sulle informazioni "price sensitive"».

Si può affermare, in conclusione, che il codice di autodisciplina propone un modello di governance e di controlli societari dominato da una profonda autonomia degli organi, tale per cui i componenti non possono diventare i “rappresentanti” dei soggetti da cui sono stati eletti. Ciò vale per i cosiddetti sindaci di minoranza ed anche per gli amministratori indipendenti. In effetti, in una visione allargata della corporate governance, gli amministratori ed i sindaci dovrebbero operare al servizio di qualsiasi tipologia di stakeholder, per la realizzare la finalità ultima della corporate governance identificabile nel contemperamento delle differenti aspettative riposte nell’impresa.

2.2.3. *Gli organi e i processi di controllo*

In analogia con i principali codici di autodisciplina esteri, anche il documento promosso da Borsa Italiana pone enfasi sui sistemi di controllo interno per l’efficace realizzazione della corporate governance, portando avanti il processo iniziato nel triennio precedente dalle autorità di vigilanza (Banca d’Italia e Consob)¹¹¹ e già accolto nel Testo Unico della Finanza.

¹¹¹ I documenti predisposti nella seconda metà degli anni Novanta dal CICR (Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio) su proposta della Banca d’Italia e dalla Consob portano per la prima volta a riflettere sulla necessità di delineare un sistema di controllo interno più rigoroso e fondato su logiche di collaborazione e di trasparenza nei rapporti tra gli organi istituzionali.

Con la deliberazione del 2 agosto 1996 in tema di *Organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni*, il CICR identifica, nei loro tratti essenziali, le strutture e le procedure di controllo interno che le banche dovrebbero attivare. Più precisamente, agli istituti di credito è chiesto di:

- dotarsi di unità di controllo, di auditing e di riscontro amministrativo-contabile;
- gestire i rischi di credito assunti nei confronti della clientela ed adottare procedure atte a prevenire conflitti di interesse, nel caso in cui abbiano luogo operazioni di finanziamento a favore di soggetti interni;
- gestire i rischi di mercato e i rischi operativi, prestando particolare attenzione, tra questi ultimi, a quelli connessi agli strumenti derivati e ai prodotti finanziari innovativi.

Sono invece indirizzate a tutte le società quotate italiane le *Raccomandazioni in materia di controlli societari*, emanate dalla Consob il 20 febbraio 1997. Il documento esorta i consigli di amministrazione, i collegi sindacali e le società di revisione ad agevolare l’esercizio delle azioni di controllo poste a tutela delle minoranze azionarie e del patrimonio aziendale. In quest’ottica la Consob suggerisce un più intenso scambio di informazioni tra gli amministratori delegati e gli altri componenti del consiglio, sollecitando entrambi i gruppi ad assumere un atteggiamento attivo nella comunicazione interna.

Le Raccomandazioni identificano i controlli di competenza del consiglio di amministrazione e quelli affidati al collegio sindacale.

All’organo amministrativo è imposto il dovere di vigilare sul generale andamento della gestione e di intervenire qualora venga a conoscenza di atti pregiudizievoli, per impedirne il compimento o per attenuarne le conseguenze dannose. Particolare cura deve essere prestata alle operazioni compiute dagli amministratori delegati, per le quali è stabilito l’obbligo di preventiva comunicazione all’organo collegiale nel caso in cui presentino un valore economico significativo o coinvolgano parti correlate.

Il collegio sindacale verifica che le scelte degli amministratori siano conformi alla legge e all’atto costitutivo, nonché ai principi di prudente amministrazione; ne appura inoltre la coerenza con le finalità

La governance agevola – come osservato – la funzione decisionale e di controllo attuata nell’interesse degli stakeholder secondo logiche di trasparenza, responsabilità ed economicità, il cui rispetto deve essere preordinato e monitorato per assicurare la continuità aziendale e la soddisfazione delle attese degli interlocutori.

I processi di corporate governance, dunque, non possono prescindere da valide attività di controllo, che in certi casi costituiscono una specifica componente del sistema di governance adottato, mentre in altre situazioni intervengono a supporto dello stesso.

I controlli connaturati all’attività di corporate governance

La corporate governance sviluppa direttamente processi di controllo mediante gli organi istituzionali a cui la legge, lo statuto e il codice di autodisciplina attribuiscono compiti di orientamento e verifica sulla conduzione della gestione. Più precisamente, per le società quotate il codice di autodisciplina prevede un sistema di controlli interni fondato sull’interazione tra: consiglio di amministrazione; comitato per il controllo interno; preposto al controllo interno; collegio sindacale. La condizione per il corretto svolgimento delle funzioni attribuite a tali soggetti, è la costante collaborazione tra gli stessi e con la società di revisione¹¹², senza tuttavia che alcun organo risulti esautorato dei poteri che gli sono riconosciuti (Figura 2.2), a vantaggio di altri, né che si vengano a creare accordi irregolari per celare situazioni inammissibili come: scarsa attenzione nella comunicazione economico-finanziaria; conflitti di interesse; perseguimento di obiettivi individuali a discapito delle finalità aziendali di equo temperamento delle attese.

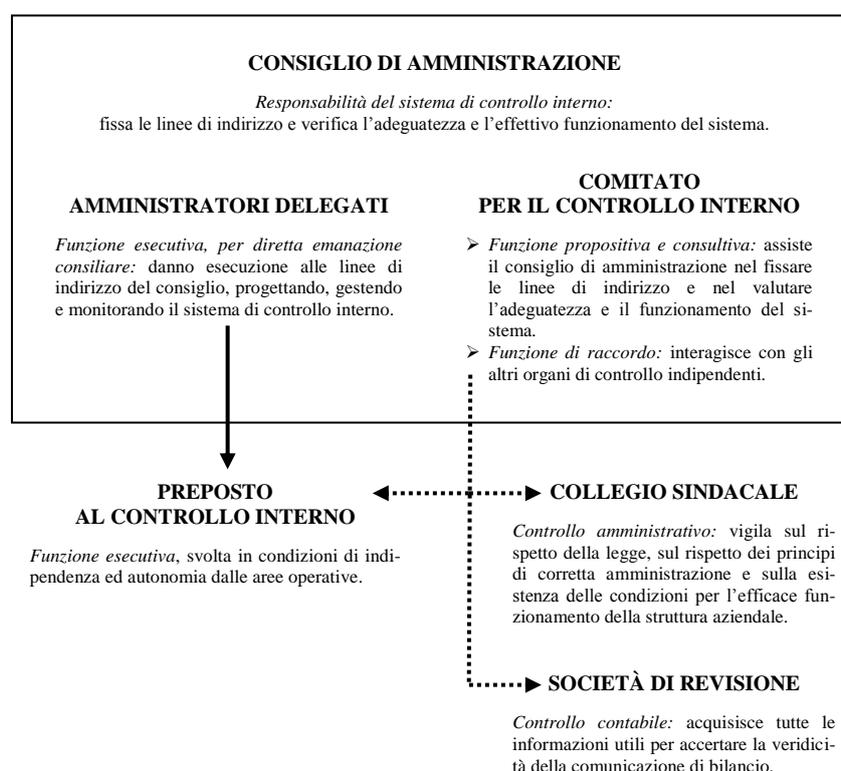
aziendali. In questo senso la Consob reputa essenziale che i sindaci assistano non soltanto alle assemblee ed alle riunioni del consiglio di amministrazione, ma anche alle riunioni del comitato esecutivo (partecipazione non obbligatoria prima della legge Draghi), nel corso delle quali vengono di fatto discusse e adottate le deliberazioni più importanti per lo sviluppo strategico dell’azienda e per la sua attività operativa.

Nelle Raccomandazioni del 1997 trova ampio spazio, infine, il controllo contabile, ancora riservato al collegio sindacale. Tale organo viene peraltro invitato a confrontarsi frequentemente con la società di revisione, per acquisire anche tutte le conoscenze utili alla valutazione di adeguatezza del sistema di controllo interno e della struttura amministrativa e contabile dell’impresa.

¹¹² Si ricorda che la società di revisione realizza, nelle società quotate, il controllo contabile finalizzato alla certificazione di bilancio, ovvero la forma più significativa di revisione esterna obbligatoria, introdotta nel nostro ordinamento nel 1974. Esistono tuttavia anche altre tipologie di revisione esterna indipendente, che si riconducono, ad esempio, alle ispezioni della Banca d’Italia e della Consob, alle verifiche ordinate dal Tribunale nel corso di procedimenti fallimentari e agli accertamenti condotti in sede tributaria.

Come è già stato ricordato, il consiglio di amministrazione ha la massima responsabilità sul sistema di controllo interno, in qualità di organo collegiale di diretta emanazione assembleare. Oltre a fissare le linee di indirizzo per la gestione, vincolando così l'azione della dirigenza e degli amministratori con deleghe esecutive, il consiglio svolge una funzione di monitoraggio permanente sul sistema di controllo interno. Questo è composto da tutti i processi aziendali finalizzati a verificare e garantire che¹¹³:

Figura 2.2 – Gli organi di controllo: funzioni e relazioni



¹¹³ Le finalità del sistema di controllo interno si ricavano dalle definizioni proposte dal CoSO e dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri.

Nel *Framework* del CoSO (1992) si afferma che: «Internal control is a process, effected by an entity's board of directors, management and other personnel, designed to provide reasonable assurance regarding the achievement of objectives in the following categories:

- effectiveness and efficiency of operations;
- reliability of financial reporting;
- compliance with applicable laws and regulations».

Gli stessi concetti sono espressi in CNDCR (2000), *Principi di comportamento del collegio sindacale*, norma 2.4: «Il sistema di controllo interno si può esprimere come l'insieme delle direttive, delle procedure e delle tecniche adottate dall'azienda, allo scopo di raggiungere i seguenti obiettivi:

- la conformità delle attività degli organi aziendali all'oggetto che l'impresa si propone di conseguire ed alle direttive ricevute;
- la salvaguardia del patrimonio aziendale;
- l'attendibilità dei dati».

1. le operazioni di gestione siano svolte secondo economicità;
2. le decisioni e i comportamenti siano conformi alle norme imposte dal legislatore, dalle autorità di vigilanza, dallo statuto o dai regolamenti interni;
3. la comunicazione istituzionale – con particolare riferimento a quella economica – sia realizzata con trasparenza, chiarezza e tempestività;
4. il patrimonio della società sia adeguatamente tutelato dal rischio di depauperamento per scelte poco avvedute nell'impiego delle risorse o per appropriazione indebita da parte di soggetti interni all'azienda (componenti degli organi, dirigenti, personale in genere).

Al consiglio di amministrazione compete di verificare l'adeguatezza del sistema di controllo interno ed il suo effettivo funzionamento, facendo ricorso sia agli amministratori delegati sia ad un apposito comitato composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti.

I consiglieri delegati svolgono un ruolo attivo per assicurare la validità del sistema di controllo interno. In primo luogo, essi hanno il compito di predisporre l'assetto organizzativo ed amministrativo dell'azienda, ponendo le basi per un adeguato contributo di tutto l'organismo personale al raggiungimento degli obiettivi d'impresa, nonché per una chiara e fedele informativa agli stakeholder¹¹⁴.

¹¹⁴ L'assetto organizzativo è definito dalla configurazione di due variabili: la struttura organizzativa e i meccanismi operativi. Le due componenti supportano in forma diversa il perseguimento delle finalità aziendali; pertanto è importante che siano ragionevolmente progettate ed implementate.

La struttura organizzativa definisce i compiti degli individui, le responsabilità e i rapporti gerarchici all'interno dell'impresa. I meccanismi operativi attribuiscono dinamicità alla struttura, poiché chiariscono meglio ai membri dell'organizzazione ciò che è loro richiesto nell'ambito della complessiva attività aziendale; tra i meccanismi operativi si colloca in particolare il sistema di programmazione e controllo, che agevola l'attribuzione degli obiettivi individuali e la verifica dei risultati raggiunti.

L'assetto amministrativo in senso ampio attiene, invece, alle responsabilità e ai processi di informazione sull'andamento passato e sull'evoluzione prevedibile della gestione; consulenza e assistenza alla direzione per orientarne all'economicità le scelte e gli interventi; gestione delle risorse finanziarie. In questa sede, interessano soprattutto le prime due aree ricordate; in particolare, è rilevante il contributo dell'assetto amministrativo alla realizzazione di una comunicazione attendibile e completa, di contenuto prevalentemente economico-finanziario. L'adeguatezza dell'assetto amministrativo si traduce, infatti:

- da un lato, nella produzione e veicolazione di un'informativa contabile trasparente per gli azionisti e gli altri interlocutori sociali, in stretta integrazione con la funzione di investor relation;
- dall'altro lato, nella predisposizione dei documenti – a rilevanza interna – mediante i quali gli obiettivi gestionali globali e parziali sono precisati in termini quantitativi (monetari e non) per assicurarne una più immediata comprensione da parte degli operatori aziendali e per facilitare il monitoraggio degli andamenti gestionali rispetto agli obiettivi prefissati.

Inoltre, gli amministratori delegati danno attuazione agli indirizzi formulati dal consiglio di amministrazione, progettando, gestendo e monitorando il sistema di controllo interno.

Si aggiunge poi la funzione di identificazione dei rischi che gravano sull'attività d'impresa e che, concretizzandosi, ostacolano la realizzazione degli obiettivi prefissati. Una volta delineata la "mappa dei rischi", gli amministratori delegati ne danno illustrazione all'organo collegiale, per consentire a tutti i consiglieri – a cominciare da quelli non esecutivi ed indipendenti – di formulare più agevolmente una valutazione dell'incertezza cui è soggetta l'attività d'impresa.

Il sistema di individuazione, prevenzione e gestione dei rischi assume rilievo per il buon esito di una gran varietà di processi aziendali, tra i quali si segnalano¹¹⁵:

L'adeguatezza e il corretto funzionamento dell'assetto organizzativo e di quello amministrativo-contabile sono pertanto strumentali entrambi all'efficacia della governance societaria, pur esercitando una diversa influenza: il primo, solamente sui soggetti appartenenti all'impresa; il secondo, anche sugli attori esterni.

Per approfondimenti si rinvia a: Brusa L. (1986), *Strutture organizzative d'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 107 e ss.; Airoldi G., Brunetti G. e Coda V. (1989), *Lezioni di economia aziendale*, il Mulino, Bologna, pp. 208-209.

¹¹⁵ Come osserva Ferrero, il rischio è «condizione di esistenza di tutte le imprese, qualunque sia l'oggetto che ne caratterizza la funzione strumentale o la dimensione o la natura privata o pubblica che la distinguono. Il rischio è dunque *connaturale all'esistenza stessa dell'impresa*». Ferrero G. (1980), *Economia e management*, Giuffrè, Milano, p. 90.

È possibile distinguere tra il rischio economico generale e i rischi particolari d'impresa. Il primo si riferisce all'eventualità che il flusso dei ricavi non riesca a coprire quello dei costi; pertanto non è eliminabile, perché è implicito nell'attività d'impresa stessa. I rischi particolari possono essere intesi come manifestazioni parziali del rischio economico generale. Il verificarsi degli eventi ai quali sono collegati i rischi particolari produce, infatti, un impatto sulla redditività d'impresa; tuttavia essi si caratterizzano per il fatto di poter essere isolati e gestiti al fine di ridurre la possibilità che si concretizzino.

Una classificazione dei rischi particolari può essere la seguente, comunque modificabile a seconda del grado di dettaglio che l'impresa sia disposta a sostenere nel processo di gestione dei rischi:

- rischi strategici, che possono influire sulla capacità dell'impresa di raggiungere gli obiettivi di business predefiniti, anche alla luce di modelli innovativi;
- rischi operativi, che gravano sulle modalità di realizzazione delle strategie;
- rischi di immagine, connessi alla reputazione dell'impresa a livello istituzionale, commerciale, produttivo, di innovazione tecnologica, ecc.;
- rischi legali, in relazione all'eventualità che siano violati contratti, regolamenti o norme di legge;
- rischi finanziari, collegati a erronee scelte di acquisizione delle risorse monetarie ed a situazioni di squilibrio rispetto agli impegni in essere;
- rischi di gestione delle informazioni, sia per l'affidabilità dei contenuti, sia per gli strumenti di veicolazione e la relativa celerità;
- rischi di controllo, riconducibili all'eventualità che il sistema di controllo interno non riscontri irregolarità e carenze nelle procedure e nelle strutture aziendali, oppure nella contabilità e nella comunicazione economico-finanziaria (rischio di revisione contabile);
- rischi ambientali, correlati agli effetti delle attività aziendali sull'ambiente naturale;
- rischi emergenti, per cambiamenti nell'ambiente generale (normativa, ordinamenti politici, crisi economiche, ecc.) o particolare dell'impresa (ingresso di nuovi concorrenti, lancio di nuovi prodotti, ecc.).

- la formulazione delle strategie;
- gli interventi operativi;
- la gestione dell'informazione e della comunicazione;
- la gestione dell'immagine aziendale;
- la realizzazione di attività di controllo interno;
- l'adeguamento indotto da fenomeni esterni (ad esempio: cambiamenti normativi; pressioni sociali e ambientali; innovazione tecnologica; comportamento dei concorrenti; crisi economiche e politiche).

Nell'ambito della gestione dei rischi e del generale funzionamento del sistema di controllo interno, gli amministratori delegati si avvalgono delle prestazioni di uno o più preposti, indipendenti dai responsabili delle aree operative. Il preposto al controllo interno svolge funzioni esecutive e di verifica, risultando il soggetto che con maggior frequenza viene a contatto con i processi aziendali e che sviluppa le più profonde conoscenze sui rischi d'impresa¹¹⁶.

In genere, al preposto compete il monitoraggio delle procedure interne messe in atto dai direttori di funzione con l'ausilio dell'organismo personale, non soltanto al fine di accertarne la conformità alle direttive degli amministratori esecutivi e ai regolamenti aziendali, ma anche per individuare le possibili aree di miglioramento da sottoporre ai vertici aziendali. Nell'esercizio di tali verifiche, il preposto può anche appurare l'esistenza di rischi ulteriori rispetto a quelli che sono già gestiti e controllati, oppure

Per una trattazione più estesa si rinvia all'ampia letteratura, tra cui si segnalano: Bertini U. (1968), *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Colombo Cursi, Pisa; Forestieri M. (2000), *Risk management. Strumenti e politiche per la gestione dei rischi puri dell'impresa*, Egea, Milano; Pini M. (2000), *Il sistema di controllo interno*, Egea, Milano; Bava F. (2003), *L'audit del sistema di controllo interno*, Giuffrè, Milano; Bastia P. (2004), "Il sistema di controllo interno nella governance delle imprese italiane", in Salvioni D. M. (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano; Paletta A. (2004), "Evoluzione dei sistemi di controllo nella prospettiva della gestione dei rischi aziendali", in Baraldi M., Paletta A. e Zanigni M., *Corporate governance e sistema di controllo interno*, FrancoAngeli, Milano; Beretta S. (2004), *Valutazione dei rischi e controllo interno*, Egea, Milano.

Tra i contributi delle associazioni professionali, si ricorda il *Framework* del CoSO, che distingue tra rischi strategici, operativi, di reporting e di conformità. Cfr.: CoSO (2004), *Enterprise Risk Management – Integrated Framework*, September.

¹¹⁶ La figura del preposto al controllo interno è introdotta nel nostro ordinamento dal D.lgs. 58/98. L'art. 150 c. 3 stabilisce che i preposti riferiscano al collegio sindacale, di propria iniziativa o su richiesta anche di uno solo dei sindaci. Si osservi, però, che la normativa non indica i compiti del preposto, né da chi sia nominato.

Maggiore chiarezza è fatta dal codice di autodisciplina, anche se continua a non essere precisato il ruolo del preposto. Per conoscere le funzioni esercitate da quest'ultimo, si rende necessaria la consultazione dei documenti predisposti e diffusi dalle società quotate: ai fini di questo scritto, si fa riferimento alle relazioni di corporate governance.

può identificare modalità più vantaggiose ed efficaci per il contenimento del loro impatto potenziale¹¹⁷. In questo senso, il preposto offre un contributo significativo agli amministratori delegati e, per mezzo di comunicazioni interne tempestive ed imparziali, riduce la distanza tra i vertici istituzionali e la struttura organizzativa che svolge le operazioni di gestione.

L'indipendenza del preposto dalla struttura organizzativa, richiesta dal codice di autodisciplina, è rafforzata dall'assegnazione di risorse adeguate alle funzioni che gli sono attribuite, in modo da scongiurare pressioni da parte degli operatori aziendali. Inoltre, la stessa nomina ad opera degli amministratori delegati non dovrebbe produrre condizionamenti sull'autonomia del preposto, per il fatto che la rilevanza delle sue valutazioni e delle sue proposte è tale da garantirgli un confronto diretto anche con il collegio sindacale e con il comitato per il controllo interno. In effetti, il preposto sviluppa – grazie alle proprie verifiche – una conoscenza approfondita di tutte le aree operative e delle connesse procedure, identificandone gli aspetti positivi e anche i limiti; per tale motivo il suo contributo può essere determinante sia nelle valutazioni di idoneità del sistema di controllo interno formulate dal comitato insieme al consiglio di amministrazione, sia come integrazione ai controlli esterni del collegio sindacale, avendo la medesima natura indipendente.

In altri termini, il giudizio sul sistema di controllo interno è affidato ad una pluralità di organi indipendenti, che verificano l'efficacia delle decisioni messe in atto dagli amministratori delegati.

Al processo descritto prende parte anche il comitato per il controllo interno istituito nel consiglio di amministrazione¹¹⁸. L'indipendenza della maggior parte dei suoi membri ne legittima sia il ruolo propositivo e consultivo, che dovrebbe incoraggiare il continuo miglioramento degli assetti d'impresa, sia la funzione di raccordo tra tutti gli

¹¹⁷ Le funzioni solitamente svolte dal preposto al controllo interno possono essere ricondotte all'attività di internal auditing, della quale si tratterà nel proseguimento del paragrafo. È qui sufficiente anticipare che l'internal auditing consiste in una revisione interna indipendente, a cui si associa un'attività di consulenza a supporto dei vertici aziendali finalizzata a identificare le aree di miglioramento nella struttura organizzativa e nei processi aziendali.

La sostanziale omogeneità tra gli interventi del preposto al controllo interno e quelli tipici dell'internal auditor portano frequentemente alla identificazione tra i due soggetti, peraltro pienamente legittimata anche dal codice di autodisciplina delle società quotate (art. 9).

¹¹⁸ Il comitato per il controllo interno previsto dal codice Preda non rappresenta una mera riproduzione dell'*audit committee* raccomandato dai codici anglosassoni. I suoi compiti, infatti, sono ben più estesi rispetto alla funzione di revisione o audit, comprendendo anche una funzione propositiva e consultiva.

organi che – in forma diversa – prendono parte al controllo interno ed esterno sull'esercizio della corporate governance e sulla gestione dei rischi.

Si può affermare che il comitato per il controllo interno anticipi ed organizzi il lavoro del consiglio di amministrazione in relazione alle funzioni connesse al controllo interno, raccogliendo e predisponendo ordinatamente le informazioni che permettono all'organo di verificare periodicamente la validità del sistema.

Inoltre, il comitato coordina le attività di controllo, valutando:

- il piano di lavoro del preposto, dal quale riceve anche periodiche comunicazioni;
- le proposte delle società di revisione per il conferimento dell'incarico, nonché il piano di lavoro per la revisione.

In molti casi, il comitato è anche incaricato di studiare le soluzioni che migliorano l'efficacia della governance societaria.

Infine, il comitato interagisce con la società di revisione e con i responsabili amministrativi per quanto attiene alla vigilanza sulla corretta applicazione dei principi contabili e sulla loro omogeneità nel caso di un gruppo di imprese.

Sinteticamente, il comitato sembra quindi rivestire un ruolo di collegamento tra il consiglio di amministrazione, responsabile del sistema di controllo interno ed i soggetti operativi (in particolare i preposti e i responsabili aziendali per la comunicazione economico-finanziaria, anch'essa da monitorare nell'interesse degli stakeholder). Attraverso il comitato, il consiglio di amministrazione acquisisce una conoscenza tangibile sulla struttura organizzativa e gestisce i rapporti con gli auditor esterni. Tali funzioni rendono il comitato un "catalizzatore" delle informazioni che, successivamente, esso trasferisce al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale (Figura 2.3).

La numerosità degli organi di controllo non dovrebbe mai generare una duplicazione di funzioni, rischio che è però alquanto probabile. In concreto, ciò può essere evitato intervenendo sulla composizione dei diversi organi e sulle specifiche attribuzioni. Il comitato per il controllo interno, ad esempio, dovrebbe rispettare la previsione del codice di autodisciplina ed essere cioè composto esclusivamente da amministratori non esecutivi, senza ricorrere a deroghe rispetto al modello indicato; sarebbe così scongiurata la possibilità di un intervento fattivo dei suoi membri con una sovrapposizione rispetto alla funzione del preposto, che ha un contatto più diretto con l'organizzazione.

Figura 2.3 – Il ruolo di raccordo del comitato per il controllo interno



Preme sottolineare, inoltre, la diversa competenza attribuita al comitato per il controllo interno e al collegio sindacale, seppur si tratti di due organi investiti entrambi di incarichi di monitoraggio e verifica a garanzia dei terzi.

Il collegio sindacale esercita una vigilanza di tipo legale, gestionale-aziendalistico ed organizzativo¹¹⁹. I primi due aspetti si riferiscono ad un controllo di conformità degli atti, rispettivamente alla norma (leggi, regolamenti, statuto) ed ai principi di efficace amministrazione. La vigilanza organizzativa si realizza, invece, sulle componenti materiali e immateriali riconducibili alla struttura organizzativa dell'impresa; al collegio sindacale spetta cioè di appurare l'esistenza di tutti gli elementi che dovrebbero assicurare il positivo funzionamento dell'azienda, quali:

- le capacità professionali e l'esperienza degli operatori, nonché la loro indipendenza dove richiesta;
- i documenti per la programmazione del lavoro e per la definizione dei comportamenti da tenere nei rapporti interni ed esterni;
- gli strumenti tecnici (in primo luogo i sistemi informativi) che sono necessari per prendere le decisioni e per valutare le performance.

¹¹⁹ Cfr.: Timo R. (2005), "Il collegio sindacale", in Nedcommunity, *Guida al sistema dei controlli*, novembre.

La presenza degli elementi ricordati non offre certamente alcuna sicurezza sulla reale efficacia della struttura organizzativa e dei meccanismi operativi che su di essa sono sviluppati; tuttavia ne è una premessa importante. La valutazione di adeguatezza e di corretto funzionamento compete, in ogni caso, al consiglio di amministrazione assistito dal comitato per il controllo interno, che pertanto non può trascurare le relazioni con il collegio sindacale.

Considerazioni analoghe possono essere fatte con riferimento alla società di revisione e al controllo contabile. Per adempiere ai propri doveri, il revisore acquisisce tutte le informazioni necessarie per stabilire la veridicità dei contenuti del bilancio¹²⁰; tuttavia, non si tratta di una mera verifica formale, bensì di un'attività complessa che si fonda sulla ragionevole consapevolezza che il sistema di controllo interno abbia preventivamente appurato la regolarità e la precisione delle procedure di rilevazione, o sia intervenuto qualora abbia ravvisato errori o violazioni dei principi contabili. D'altra parte, tra le finalità del controllo interno si colloca la verifica di attendibilità, aderenza alla realtà, chiarezza e completezza della comunicazione economico-finanziaria, finalizzata ad evitare che l'impresa diffonda documenti poco accurati o ingannevoli, o che subisca le gravi conseguenze di un giudizio negativo ad opera della società di revisione.

Ad evidenza, le osservazioni formulate dagli organi di controllo "esterni" (collegio sindacale e società di revisione) posti a tutela delle attese degli stakeholder aziendali, costituiscono un vincolo ed allo stesso tempo un incoraggiamento prezioso per il consiglio di amministrazione. Infatti, la responsabilità di quest'ultimo sul sistema di controllo interno e di gestione dei rischi comporta l'impegno ad aggiornare costantemente le strutture e le procedure di controllo, per adeguarle alle caratteristiche di fondo e alle mutevoli esigenze dell'impresa. In questo senso il consiglio di amministrazione – con

¹²⁰ Come precisa Bruni, la revisione esterna può soddisfare finalità di riscontro della pura veridicità dei dati aziendali, quando è effettuata sui documenti originari e sulle scritture elementari, o può estendersi alla valutazione critica della attitudine delle informazioni quantitativo-monetarie di fornire una rappresentazione fedele degli andamenti aziendali: in questo caso la revisione è condotta sul bilancio d'esercizio.

Può aversi, comunque, anche una revisione esterna che si concentra su parametri di rilevanza gestionale, che tendono a non essere nemmeno comunicati all'esterno: si pensi alle quantità fisiche ed economiche iscritte nei budget aziendali. In tali circostanze, la revisione esterna produce un giudizio indipendente sulla validità dei parametri utilizzati ma anche sulla capacità del management di rispettare le condizioni di equilibrio reddituale, finanziario e patrimoniale che i vertici aziendali hanno in precedenza approvato con un'ottica prospettica. Cfr.: Bruni G. (1973), *La revisione aziendale. Principi – metodi – procedure*, Isedi, Milano, p. 17.

il supporto del comitato per il controllo interno – deve tenere conto anche della rapidità con cui si modifica l'ambiente, comportando una continua evoluzione dei fattori di rischio.

I controlli a supporto della corporate governance

A fianco dei controlli esercitati dagli organi istituzionali, si possono individuare altri meccanismi operativi che assolvono ad una funzione di supporto per il controllo interno della gestione e della comunicazione, per migliorarne l'efficacia globale. Tali sistemi non sono direttamente contemplati dal legislatore ma sono ampiamente trattati nella letteratura economico-aziendale; inoltre, riscuotono una crescente approvazione anche da parte degli organismi di vigilanza e di regolamentazione dei mercati, che ne raccomandano alle imprese l'adozione.

Specificamente, assumono rilievo due meccanismi operativi che intervengono su livelli differenti della struttura organizzativa ma che tendono anche ad interfacciarsi:

1. il controllo della gestione, inteso come un'attività strumentale al governo d'impresa, che orienta l'organizzazione verso gli obiettivi prefissati dai vertici aziendali;
2. l'internal auditing, ossia la revisione interna di tutte le procedure adottate, comprese quelle di controllo interno, con l'obiettivo di individuare le aree di miglioramento del sistema aziendale.

Nel complesso, i sistemi di controllo citati presentano una immediata e prevalente utilità interna, poiché facilitano la realizzazione delle finalità aziendali nel rispetto degli obblighi di comportamento e di comunicazione che investono l'impresa. Allo stesso tempo, tuttavia, il controllo di gestione e l'internal auditing contribuiscono all'efficacia e all'efficienza della gestione, risultando così fondamentali anche per la soddisfazione delle attese esterne. L'internal auditing in particolare risponde a requisiti di indipendenza, che permettono di qualificarlo anche come un processo svolto a garanzia dei terzi.

Il controllo di gestione è un meccanismo di supporto al governo d'impresa, per mezzo del quale si persegue lo sviluppo equilibrato degli obiettivi che discendono dalle condizioni generali di economicità ed equità sociale.

Il controllo di gestione trova applicazione in ambito tipicamente intra-aziendale e presuppone la preventiva articolazione della struttura organizzativa per centri di responsabilità. Infatti, ciò rende più agevole il trasferimento degli obiettivi dai livelli decisionali a quelli operativi e permette così di indirizzare e coordinare l'attività di tutto il personale dell'azienda. In altri termini, il controllo di gestione orienta l'organizzazione verso l'ottimizzazione delle performance, poiché conferisce coerenza e unitarietà alle azioni per il raggiungimento degli obiettivi prefissati e per il contemporaneo degli interessi¹²¹.

Ad evidenza, il processo descritto poggia su un insieme di informazioni preventive e consuntive: le prime sono funzionali all'orientamento dei comportamenti secondo principi di efficacia ed efficienza, mentre le seconde soddisfano finalità di misurazione dei risultati¹²². Il confronto tra le informazioni previsionali e le correlate informa-

¹²¹ Anche Borsa Italiana raccomanda l'adozione di un adeguato sistema di controllo della gestione. In un suo recente documento destinato alle società in fase di quotazione, si legge al riguardo: «Il sistema di controllo di gestione ha [...] come obiettivo primario quello di aiutare i vertici aziendali a guidare l'impresa verso i propri obiettivi strategici e, in particolare, a compiere scelte funzionali alla creazione di valore economico. [...] In questa accezione, il sistema di controllo di gestione deve essere considerato come parte del più ampio *Management System (Sistema di Direzione)*, finalizzato a gestire e indirizzare l'azienda verso gli obiettivi strategici e di redditività prescelti, minimizzando i rischi di percorso (*business risk*)». Si veda per approfondimenti Bubbio A. (2003), "Prefazione" a Borsa Italiana SpA, *Guida al sistema di controllo di gestione*, aprile, p. 7.

¹²² Sotto il profilo della sua composizione, il sistema di controllo della gestione viene spesso considerato come la risultante dell'integrazione fra tre elementi: la struttura organizzativa, la struttura informativa, il processo di controllo. In proposito Brunetti ricorda che il sistema di controllo direzionale (nel presente lavoro denominato sistema di controllo della gestione) si fonda tipicamente su tre componenti: le misure; la retroazione; il sistema di supporti organizzativi. Per quanto attiene alle misure, l'autore sottolinea che «un fenomeno se non è misurato non è gestibile». Con riferimento alla retroazione, precisa che «non c'è controllo senza una preliminare definizione degli obiettivi che sono accolti in un programma o piano». Per finire, il sistema di controllo direzionale necessita di «un sistema di supporti organizzativi (delega, figura del controller, ecc.) sostenuto politicamente ed economicamente dall'alta direzione».

Si veda sul tema Brunetti G. (2004), "Il controllo direzionale all'alba del terzo millennio", in Paolini A. (a cura di), *Il controllo di gestione nelle imprese. Recenti considerazioni e quattro esperienze a confronto*, Giuffrè, Milano, p. 16.

Per un approfondimento sui temi del controllo di gestione si segnalano, tra gli altri: Brunetti G. (1979), *Il controllo di gestione in condizioni ambientali perturbate*, FrancoAngeli, Milano; Amigoni F. (1988), *Misurazioni d'azienda. Programmazione e controllo*, vol. I e II, Giuffrè, Milano; Anthony R. N. (1990), *Il controllo manageriale*, FrancoAngeli, Milano; Bergamin Barbato M. (1991), *Programmazione e controllo in ottica strategica*, Utet, Torino; Brusa L. e Zamprogna L. (1991), *Pianificazione e controllo di gestione*, Etas Libri, Milano; Salvioni D. M. (1997), *Il sistema di controllo della gestione*, Giappichelli, Torino; Bastia P. (1999), *Sistemi di controllo della gestione aziendale*, Clueb, Bologna; Baraldi S., Devecchi C. e Teodori C. (2003), *I sistemi di pianificazione e controllo*, Giappichelli, Torino.

zioni consuntive permette di individuare le carenze gestionali e porta a riflettere sull'opportunità di mettere in atto interventi correttivi¹²³.

In effetti, controllare la gestione di un'impresa significa orientare i suoi processi decisionali ed attuativi in modo da ottimizzare le potenzialità di successo e di durabilità in funzione dei mutevoli fenomeni interni ed esterni. Si tratta di un processo che investe tutta l'organizzazione e che dovrebbe essere improntato a logiche di miglioramento continuo e di apprendimento; inoltre, dovrebbe promanare dall'assunzione di un atteggiamento orientato al lungo periodo, teso a sviluppare positivamente le opportunità che si presentano all'impresa, nonché ad affrontare le minacce poste dall'ambiente.

L'adozione di un orientamento di lungo periodo presuppone un'adeguata integrazione delle decisioni che considerano i differenti fattori critici di successo (economico, competitivo, sociale, ambientale). Gli indirizzi di governo presentano, tuttavia, una eccessiva genericità, che li rende difficilmente realizzabili all'interno dell'organizzazione. Diviene cruciale, dunque, la traduzione delle scelte di governo in una serie articolata e gerarchizzata di obiettivi, connessi da relazioni di fine/mezzo.

Si può adottare, nell'analisi in oggetto, un approccio fondato su due livelli¹²⁴: quello della corporate governance e quello del controllo della gestione, inteso come meccanismo che permette, attraverso l'orientamento dei comportamenti, la corretta realizzazione degli indirizzi di vertice.

Al primo livello, gli organi di governance perseguono l'armonizzazione delle attese convergenti nell'impresa, traducendole nelle finalità aziendali da soddisfare secondo economicità ed efficacia globale.

L'economicità costituisce, in particolare, la condizione di sopravvivenza dell'azienda nel tempo, in quanto dalla sua realizzazione dipendono l'ottenimento di risultati positivi, la remunerazione delle risorse impiegate ed il conseguente manteni-

¹²³ Il meccanismo descritto è noto come retroazione o feedback; esso «rappresenta il fulcro del processo di controllo», «consiste nell'attitudine al riadeguamento propria dei sistemi e si poggia su due elementi fondamentali: la capacità di segnalare gli scostamenti dell'attività operativa rispetto agli obiettivi fissati; la risposta pronta ed adeguata ai segnali tale da ridurre o annullare gli scostamenti stessi». Bergamin Barbato M. (1991), *Programmazione e controllo in un'ottica strategica*, Utet, Torino, p. 5.

¹²⁴ Cfr.: Salvioni D. M. (2004), "Efficacia aziendale, processi di governo e risorse immateriali", in Salvioni D. M. (a cura di), *Corporate governance, controllo di gestione e risorse immateriali*, FrancoAngeli, Milano, p. 37.

mento di consensi¹²⁵, ai quali si lega direttamente la durabilità dell'impresa. Assume rilevanza, pertanto, la capacità di adottare e dare attuazione ad un complesso di scelte strategiche ed operative dirette rispettivamente ad ottimizzare il rapporto tra l'impresa e l'ambiente e a delineare le caratteristiche strutturali e le scelte d'impiego della capacità produttiva.

Al secondo livello, trovano composizione gli indirizzi degli organi di governo (già in precedenza correlati alle attese degli stakeholder) e il sistema coordinato degli obiettivi attraverso i quali i primi possono trovare realizzazione, sviluppandosi in funzione:

- dell'articolazione spaziale e temporale della gestione;
- dei fattori critici di successo aziendale.

La definizione degli obiettivi è improntata ad una logica di gerarchizzazione, tale per cui si evidenziano strette consequenzialità tra i risultati desiderati nel lungo periodo e quelli attesi nel breve termine, nonché tra i risultati globali relativi all'attività d'impresa nel suo complesso e quelli parziali ottenibili in specifiche aree gestionali e organizzative.

Ad evidenza, la progressiva specificazione degli obiettivi ne consente una attribuzione agli operatori aziendali più chiara e più efficace, rendendo effettivamente possibile l'attuazione delle direttive operative trasmesse dal management all'organismo personale e, quindi, il coordinato orientamento dei comportamenti verso i risultati attesi. Ricomponendosi in un sistema di volta in volta più articolato nel tempo e nello spazio, questi ultimi si conformano agli indirizzi di governo e alle attese degli stakeholder, rendendo efficace la corporate governance (Figura 2.4).

¹²⁵ «L'economicità rappresenta, dunque, una garanzia di attuazione delle migliori modalità di mantenimento e di crescita del valore d'impresa nel rispetto dei presupposti di equità sociale, configurandosi quale principio essenziale per il raggiungimento di stabili equilibri volti alla soddisfazione delle attese attuali e prospettive degli attori sociali». Salvioni D. M. (2004), "Efficacia aziendale, processi di governo e risorse immateriali", in Salvioni D. M. (a cura di), *Corporate governance, controllo di gestione e risorse immateriali*, FrancoAngeli, Milano, p. 38.

Figura 2.4 – Corporate governance e controllo della gestione



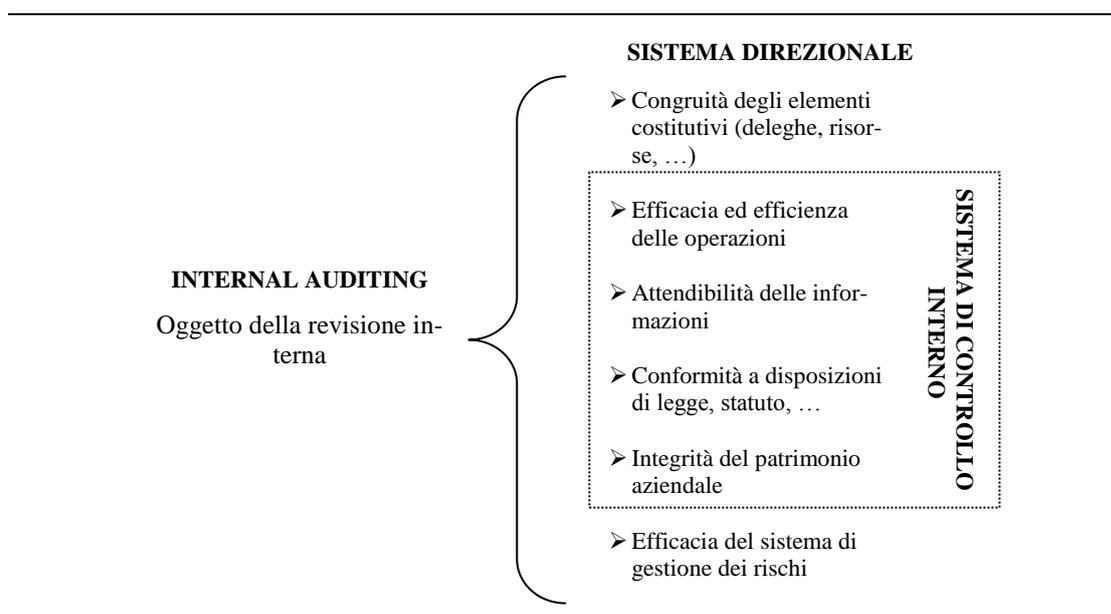
Diversamente dal controllo di gestione, che risulta pervasivo in tutta l'organizzazione e presenta un'applicazione continuativa, l'internal auditing dovrebbe mantenersi il più possibile distaccato dai processi gestionali per non inficiare la propria obiettività di giudizio sugli stessi. L'attività di internal auditing, in effetti, dovrebbe trovare attuazione mediante alcune forme di revisione, tra le quali rivestono importanza quelle di adeguatezza, di attendibilità, di conformità e di integrità¹²⁶ (Figura 2.5).

In sintesi, l'internal auditing dovrebbe effettuare ispezioni e analisi sul sistema di direzione e sulle procedure di controllo interno, mettendone in discussione i punti deboli e offrendo spunti di perfezionamento.

La revisione di adeguatezza è finalizzata ad esprimere un giudizio, eventualmente accompagnato da proposte migliorative, in relazione all'efficacia complessiva del sistema di controllo. L'adeguatezza dovrebbe essere apprezzata sulla base di numerosi elementi, come l'opportuna attribuzione delle responsabilità ai soggetti coinvolti, la congruità delle risorse materiali e professionali impiegate, la tempistica dei controlli.

¹²⁶ Cfr.: Gandini G. (2004), *Internal auditing e gestione dei rischi nel governo aziendale*, FrancoAngeli, Milano, p. 65.

Figura 2.5 – Gli ambiti di intervento dell'internal auditing



La revisione di attendibilità è incentrata sui processi di produzione delle informazioni qualitative e, soprattutto, quantitative (monetarie e non monetarie). In questo senso l'internal auditing dovrebbe fornire una rassicurazione ulteriore in aggiunta al lavoro compiuto dagli organi di controllo istituzionali per verificare la correttezza e la validità degli assetti amministrativo-contabili.

La revisione delle procedure di controllo sulle informazioni e sulle comunicazioni dovrebbe prendere in considerazione diverse dimensioni: la completezza e l'accuratezza dei dati; l'efficacia delle informazioni; la sicurezza e l'integrità dei dati, valutando anche l'idoneità dei programmi informatici impiegati dall'azienda.

Per quanto attiene alla completezza e all'accuratezza dei dati, è importante ripercorrere tutte le fasi significative del processo di produzione, distribuzione e impiego delle informazioni, prestando interesse soprattutto alle procedure di immissione dei dati e di segnalazione o correzione degli errori.

L'efficacia delle informazioni deve essere valutata in termini di: rilevanza rispetto alle esigenze conoscitive degli utilizzatori; selettività; integrazione di dati contabili ed extra-contabili; tempestività; flessibilità in funzione degli specifici fabbisogni informativi, nonché delle tecniche di produzione e trasmissione delle informazioni; accuratezza; verificabilità; accettabilità, intesa come capacità del sistema informativo-comunicazionale di ottenere la fiducia degli utilizzatori.

La verifica di sicurezza e integrità dei dati deve prendere in considerazione, infine, l'esistenza di modalità per l'accesso controllato alle informazioni, per l'aggiornamento automatico degli archivi e per la condivisione delle informazioni tra i soggetti interessati, attraverso le reti interne all'azienda o ad un gruppo di imprese (Intranet e Extranet)¹²⁷.

La revisione di conformità (*compliance*) è tesa ad appurare che il sistema di controllo interno e tutte le procedure aziendali siano in linea con le previsioni normative, statutarie e autoregolamentari, che nel complesso delineano un modello per la tutela degli stakeholder.

Da ultimo, per mezzo della revisione di integrità si dovrebbe pervenire alla sicurezza che il patrimonio aziendale non abbia subito un depauperamento fraudolento (integrità sostanziale) o non sia stato erroneamente sopravvalutato o sottovalutato (integrità contabile).

La nozione di internal auditing come mera revisione interna, o come attività ispettiva, sembra però alquanto riduttiva¹²⁸. Il contributo di questa attività al governo dell'azienda è invero molto più ampio ed investe in primo luogo il miglioramento: delle strutture e dei processi operativi, dei sistemi informativi e dei processi di comunicazione, dei processi decisionali, da ultimo, dello stesso sistema di controllo interno.

L'internal auditing è stato definito come un'attività indipendente ed obiettiva di *assurance* e consulenza, che dovrebbe agevolare il perseguimento degli obiettivi di efficienza ed efficacia della gestione¹²⁹. In altri termini, né i vertici aziendali né tanto meno l'organizzazione possono vincolare o compromettere il giudizio professionale dell'internal auditor¹³⁰, la cui imparzialità dovrebbe essere accresciuta sia

¹²⁷ Per un'analisi approfondita si rinvia a: Marchi L. (1994), *Principi di revisione aziendale*, Clueb, Bologna, pp. 245-260; Marchi L. (2004), *Revisione aziendale e sistemi di controllo interno*, Giuffrè, Milano.

¹²⁸ Cfr.: Bava F. (2003), *L'audit del sistema di controllo interno*, Giuffrè, Milano, p. 225.

¹²⁹ La definizione è proposta dall'Associazione Italiana Internal Auditors (AIIA), la quale precisa inoltre che l'internal auditing «assiste l'organizzazione nel perseguimento dei propri obiettivi tramite un approccio professionale sistematico, che genera valore aggiunto in quanto finalizzato a valutare e migliorare i processi di controllo, di gestione dei rischi e di corporate governance».

La definizione appena richiamata non si discosta da quella formulata dall'Institute of Internal Auditors statunitense (IIA), che qualifica l'internal auditing come una funzione, istituita all'interno dell'organizzazione e preposta ad esprimere giudizi indipendenti, che ha lo scopo di esaminare e valutare le attività aziendali operando come un'unità di servizio per la struttura organizzativa.

¹³⁰ L'attività di internal auditing nelle imprese quotate è frequentemente realizzata dal preposto al controllo interno, anche per effetto dell'indicazione in tal senso che è presente nel codice di autodisci-

dall'autonomia economica assicurata per l'esercizio delle sue funzioni, sia dalla posizione di indipendenza gerarchica nei confronti delle aree operative¹³¹.

L'attività di internal auditing presenta i caratteri tipici della consulenza, al punto da poter essere condotta anche da soggetti esterni all'impresa: l'internal auditor deve possedere, cioè, una preparazione approfondita sull'intera tematica del controllo nelle sue diverse forme, per individuare le carenze nel sistema attivato dall'azienda, le aree di miglioramento e i fattori critici su cui insistere.

Agendo come consulente in posizione di staff a fianco dell'alta direzione, l'internal auditor non detiene alcun potere decisionale e non è responsabile dell'attuazione dei suggerimenti che egli stesso ha dato, trattandosi di indicazioni non vincolanti per la direzione, anche se qualitativamente apprezzabili. Deve tuttavia adempiere ai propri incarichi con la massima professionalità ed onestà, nel rispetto della legge e degli standard di comportamento corretto ed etico, mantenendo la piena riservatezza sulle informazioni acquisite nello svolgimento del lavoro di auditing.

I servizi di *assurance* richiamati nella precedente definizione consistono, invece, nelle attività utili a assicurare gli organi aziendali in merito alla completezza, alla tempestività e alla selettività delle informazioni che supportano i processi decisionali e che favoriscono, dunque, il regolare funzionamento della gestione. Le informazioni sulle quali l'internal auditor dovrebbe concentrare la propria attenzione dovrebbero riguardare principalmente: il sistema di gestione dei rischi; il sistema di misurazione dei

plina. I caratteri di indipendenza richiesti al revisore interno sono, ad evidenza, gli stessi che devono contraddistinguere il preposto, e ciò giustifica la possibilità di fare coincidere le due figure.

Una recente ricerca condotta su 260 società quotate nel mercato italiano, con un tasso di risposta del 37%, dimostra che tutte le società del Mib30 e tutte le società bancarie e assicurative hanno istituito una funzione di internal auditing, che nel complesso è presente nell'87% dei casi analizzati. In pochi casi è stata riscontrata l'esternalizzazione dell'attività.

L'indipendenza dalle aree operative è confermata dal fatto che l'internal auditor risponde generalmente al consiglio di amministrazione o a suoi componenti, riferendo all'amministratore delegato (29%), al presidente (19%), al presidente-amministratore delegato (9%), al comitato per il controllo interno (17%) o all'intero consiglio (8%). In alcune società, tuttavia, esiste dipendenza gerarchica dai vertici della struttura organizzativa (direttore generale, 7%) o dal direttore amministrativo (5%).

Le informazioni sono tratte dalla relazione di Allegrini M. (2005), *Struttura e funzionamento dell'internal auditing nelle società quotate: un'indagine empirica*, Pisa, 17 febbraio.

¹³¹ Una ulteriore garanzia di imparzialità dell'unità di internal auditing deriva dalla sua composizione: il gruppo di internal auditing dovrebbe rappresentare «tutte le principali categorie di portatori di interessi (o comunque non avere pregiudizi nei confronti di alcuna categoria) ed essere soggetto periodicamente a rinomina, secondo tempi e modalità idonei ad agevolare l'istituzione di fenomeni apprenditivi e di ottimizzazione, nel rispetto dei requisiti di indipendenza e di autonomia valutativa». Salvioni D. M. (a cura di) (2004), *Corporate governance, controllo di gestione e risorse immateriali*, FrancoAngeli, Milano, pp. 31-32.

risultati; i sistemi di elaborazione e veicolazione dei dati, in particolare in presenza di strumentazioni informatiche e telematiche. Sono queste, infatti, tre aree che possono influenzare sensibilmente il raggiungimento dei risultati desiderati; pertanto, i vertici aziendali (l'amministratore delegato o, meglio, tutto il consiglio di amministrazione) devono avere una ragionevole certezza che:

- tutti i fattori di rischio siano stati individuati e vengano monitorati con continuità;
- il sistema di misurazione delle performance sia neutrale nei confronti di tutti i responsabili aziendali e sia eventualmente anche associato ad un sistema di remunerazione variabile incentivante;
- le strutture e le procedure di gestione dei dati siano improntate alla trasparenza, ma osservino pure i basilari requisiti di riservatezza, qualora sia necessario o opportuno (ad esempio, quando le informazioni trattate presentano un contenuto economico-finanziario non ancora comunicato al mercato, oppure quando si riferiscono alla clientela e sono soggette alla tutela della privacy).

Pare utile riflettere, a questo punto, sulle differenze e sulle correlazioni esistenti tra il controllo di gestione e l'internal auditing.

Dalla precedente analisi emergono, innanzitutto, le diverse finalità perseguite. Il controllo di gestione è diretto ad orientare i comportamenti per ottimizzare il soddisfacimento delle attese, nonché ad improntare all'efficienza l'impiego delle risorse scarse assegnate alle singole aree di responsabilità. Le finalità dell'internal auditing sono, invece, di più ampio respiro: anche l'internal auditing può verificare l'adeguata attribuzione delle risorse rispetto agli obiettivi prefissati ma tende ad ampliare il campo d'osservazione fino a ricomprendervi anche la valutazione di idoneità delle risorse e degli obiettivi rispetto ai complessivi programmi aziendali. Inoltre, all'internal auditing sono affidate anche: la revisione sul sistema di produzione e diffusione delle informazioni, la verifica di conformità delle decisioni e delle azioni alla normativa di riferimento ed il controllo sull'efficacia delle procedure poste a garanzia dell'integrità patrimoniale¹³².

Allo stesso modo, si evidenziano differenze nell'oggetto su cui i due processi si concentrano: mentre il controllo di gestione presta attenzione all'assegnazione degli

¹³² Gandini G. (2004), *Internal auditing e gestione dei rischi nel governo aziendale*, FrancoAngeli, Milano, p. 66.

obiettivi, alla misurazione dei risultati e all'attivazione di interventi correttivi per ripristinare le condizioni di efficacia ed efficienza operativa, l'internal auditing svolge un'azione a tutto tondo, valutando il contributo che una pluralità di elementi offre alla realizzazione di una positiva governance dell'impresa. A tale scopo, sono oggetto di revisione interna e delle successive proposte di miglioramento: il sistema dei controlli interni, il sistema informativo, le attività operative, il patrimonio, le modalità di impiego delle risorse, il rispetto di norme e procedure.

Anche le modalità di attuazione delle rispettive verifiche risultano difformi tra il controllo della gestione e l'internal auditing. In effetti, il primo si configura come un processo strumentale alla corretta attuazione delle decisioni di gestione e, pertanto, sviluppa un'analisi continua, che si concentra prevalentemente su elementi misurabili in termini economico-finanziari, ai quali si aggiungono le valutazioni di tipo qualitativo. L'internal auditing si caratterizza, invece, per la periodicità dei controlli, che peraltro attengono sia ad aspetti quantitativi e qualitativi connessi ai processi operativi, sia alla conformità con predefinite regole interne ed esterne.

Infine, si ricorda che il controllo di gestione è strettamente integrato con l'organizzazione, diversamente dalla revisione interna che "osserva" l'organizzazione ma senza farne parte, essendo affidata ad un organo indipendente.

I due meccanismi operativi, seppur differenti e formalmente separati, presentano tuttavia anche alcuni elementi di contatto; inoltre, presuppongono una proficua collaborazione tra i soggetti cui sono affidati, nel rispetto dei compiti specifici di ciascuno e pur sempre in una logica di correttezza, onestà e perfezionamento continuo, tesa alla protezione degli stakeholder esterni.

La prima osservazione attiene alle fonti informative che alimentano il funzionamento dei due sistemi: la struttura informativa aziendale dovrebbe essere unica e operare al servizio di entrambi, evitando duplicazioni diseconomiche e sovrapposizioni tra i soggetti che gestiscono il sistema informativo. Inoltre, tra i compiti dell'internal auditing spicca la verifica di attendibilità del sistema informativo, che va a beneficio dell'intera organizzazione e, in particolare, della funzione di controllo di gestione. In effetti, il controllo di gestione necessita di opportuni supporti informativi basati sulla rilevazione e sulla misurazione economica degli obiettivi assegnati agli operatori

aziendali e delle prestazioni da questi effettivamente realizzate¹³³. Ne deriva, pertanto, che l'utilità del controllo di gestione è direttamente collegata alla accuratezza delle informazioni preventive e consuntive e alla fiducia che i vertici istituzionali e gli operatori di qualsiasi livello organizzativo riconoscono alla struttura informativa aziendale.

Il secondo aspetto riguarda la funzione di revisione che l'internal auditing realizza sugli elementi costitutivi del sistema di controllo di gestione. Oltre alle valutazioni sul sistema informativo e sulla sua affidabilità, l'internal auditing procede ad una revisione del complessivo sistema direzionale, di cui il sistema di controllo fa parte. Più precisamente, interessa in questa sede la verifica di coerenza tra: gli obiettivi assegnati alle diverse aree organizzative; le risorse a queste conferite; la responsabilità dei manager dei livelli intermedi e inferiori in rapporto ai risultati conseguiti; l'autonomia decisionale loro concessa in relazione alle modalità di impiego delle risorse e di svolgimento delle attività. In effetti, il sistema di controllo della gestione fornisce un efficace supporto al governo d'impresa solamente se esiste equilibrio tra i fenomeni considerati. L'internal auditing può allora risultare estremamente importante, perché esprime un giudizio globale di adeguatezza osservando il sistema aziendale con l'approccio critico di un organo esterno.

2.2.4. Altre previsioni in materia di corporate governance

La riforma del diritto societario e la crescente applicazione del codice di autodisciplina delle società quotate non hanno fatto venire meno l'interesse per il tema della corporate governance, che è ancora profondamente dibattuto in sede legislativa comunitaria e nazionale, all'interno degli organismi di vigilanza e regolamentazione, nonché da parte delle associazioni professionali e di rappresentanza delle imprese. Le finalità che muovono questi soggetti si riconducono, comunque, ad un solo fenomeno: l'impegno a rendere sempre più efficaci i sistemi di controllo e i requisiti di trasparenza nelle aziende, specialmente in quelle quotate, per ripristinare un clima di fiducia nel mercato.

Nel contesto delineato stanno trovando spazio numerose iniziative di comprovata rilevanza, alcune delle quali sono ancora in corso di completamento. Nel 2003 la

¹³³ Cfr.: Salvioni D. M. (1997), *Il sistema di controllo della gestione*, Giappichelli, Torino, p. 109.

Commissione Europea ha varato la normativa comunitaria sugli abusi di mercato, già recepita nell'ordinamento giuridico italiano, mentre il Parlamento Europeo ha recentemente adottato l'ottava direttiva di diritto societario in tema di revisione legale dei conti annuali e consolidati, che va a configurare un sistema di controlli e revisioni interne ed esterne più pervasivo e puntuale. In ambito nazionale, l'attenzione è rivolta alla legge per la tutela del risparmio, la cui recente approvazione si appresta a determinare alcuni cambiamenti nella composizione degli organi di governo delle società quotate e a rendere più affidabile la redazione dei loro documenti contabili, grazie all'introduzione di una specifica figura nella struttura organizzativa delle imprese.

La direttiva sul *Market abuse*¹³⁴ si concentra sulle operazioni compiute da persone rilevanti, sul trattamento di informazioni riservate e sul rischio di una manipolazione delle stesse. Nel complesso, la disciplina punta a definire una maggiore trasparenza sulle scelte personali di investimento, in titoli della società, effettuate dai soggetti che possono accedere ad informazioni non ancora disponibili al pubblico (*insider trading*); al contempo, mira a contrastare la manipolazione della comunicazione economico-finanziaria da parte del mercato, per attirare gli investitori.

Le manipolazioni del mercato che la normativa cerca di impedire possono manifestarsi in vario modo, ad esempio tramite:

- la diffusione di notizie false o fuorvianti, anche nei siti Internet o ad opera della stampa specializzata;
- operazioni di acquisto e vendita di titoli condotte con scarsa trasparenza che, anche solo potenzialmente, si prestano ad alterare la domanda, l'offerta e i prezzi degli strumenti finanziari;
- operazioni di acquisto e vendita di titoli da parte di gruppi di soggetti che agiscono di concerto provocando una distorsione delle normali condizioni di mercato.

In sintesi, la normativa sul *Market abuse* estende gli obblighi informativi delle società quotate verso il mercato, potenziando il precedente modello relativo all'*insider trading* e introducendo un articolato sistema di sanzioni amministrative e penali. La disciplina accresce il potere ispettivo della Consob e impone, in particolare, che siano comunicati al mercato tutti gli eventi ragionevolmente prevedibili che potrebbero in-

¹³⁴ L'Italia ha recepito la direttiva 2003/6/CE sul *Market abuse* mediante la legge 18 aprile 2005, n. 62.

fluenzare il prezzo degli strumenti finanziari (informazioni “di carattere preciso”). A tale scopo non rilevano più soltanto le informazioni riservate concernenti i fatti accaduti nella sfera di attività della società, bensì tutte le informazioni che si riferiscono all’impresa o ai suoi strumenti finanziari, a patto che possano influire sulla quotazione: può trattarsi, pertanto, anche delle informazioni trasmesse da altri operatori, compresi analisti e giornalisti, per i quali la disciplina rinvia a standard di comportamento e ribadisce gli obblighi di comunicazione veritiera e completa.

L’ottava direttiva comunitaria si concentra sulla comunicazione economico-finanziaria dal punto di vista della revisione ed introduce anche nuovi organi di controllo interno; lo scopo è promuovere una elevata armonizzazione dei requisiti in materia di revisione legale dei conti, requisiti che gli Stati membri sono autorizzati a rafforzare.

È doveroso precisare che la proposta della Commissione Europea per l’ottava direttiva aveva inizialmente una portata assai più vasta, tanto che i suoi obiettivi potevano ricondursi a quattro aree:

- a) stabilire la responsabilità collettiva di tutti i membri degli organi di amministrazione, direzione e controllo sulla qualità dell’informativa di bilancio (contabile e descrittiva);
- b) accrescere la trasparenza sulle operazioni con parti correlate, in tutte le tipologie d’impresa;
- c) accrescere la trasparenza sugli impegni fuori bilancio¹³⁵;
- d) introdurre una forma di comunicazione sulla corporate governance, dedicando ad essa una sezione della relazione sulla gestione, per rispondere alle attese conoscitive sempre più insistenti e giustificate degli investitori e degli altri portatori di interessi.

La scarsa disponibilità delle imprese ad offrire un’informativa più esauriente sulle operazioni con parti correlate e fuori bilancio, nonché sul sistema di governo societa-

¹³⁵ Nella proposta di direttiva comunitaria c’è un esplicito riferimento al caso delle *Special Purpose Entities*, o società veicolo. Si tratta di società formalmente costituite per il compimento di specifici affari, separate dalla capogruppo.

Il richiamo delle *Special Purpose Entities* è giustificato dal ruolo che queste hanno assunto nel caso Enron: approfittando della possibilità di non inserirle nell’area di consolidamento, l’azienda avrebbe costituito di fatto un sistema di partecipazioni incrociate, facente capo ai propri esponenti, riuscendo così ad alterare i valori del fatturato, dei profitti e dei debiti e a mantenere un giudizio di rating positivo. Cfr.: Banca d’Italia (2002), “La congiuntura e le politiche economiche”, in *Bollettino Economico*, n. 38, marzo.

rio, ha sostanzialmente indotto la Commissione ad intervenire sugli aspetti concernenti l'informativa contabile e la sua revisione, accantonando il progetto iniziale e dimostrando, probabilmente, un'eccessiva debolezza e soggezione rispetto agli operatori aziendali¹³⁶. Di fatto, le imprese hanno appoggiato soltanto l'attribuzione, a tutti i componenti degli organi di governo, direzione e vigilanza, della responsabilità per la comunicazione economica. Le stesse hanno invece disapprovato l'iniziativa volta a rafforzare la trasparenza sulle operazioni con parti correlate e sulle disposizioni fuori bilancio, ritenendo già adeguate le previsioni statuite negli IAS. Infine, le società hanno accettato di comunicare, in relazione alla corporate governance, esclusivamente: l'aderenza del proprio modello ad un codice di autodisciplina; le informazioni minimali sull'assemblea degli azionisti; la composizione e il funzionamento del consiglio di amministrazione e dei suoi comitati interni.

L'ottava direttiva afferma, a livello comunitario, il requisito di indipendenza del revisore contabile, che deve astenersi da qualsiasi processo decisionale interno all'impresa, potendo al massimo segnalare le criticità riscontrate in fase di revisione. Inoltre, è raccomandato al revisore di seguire l'etica professionale e di aderire ai principi di deontologia professionale (obiettività, integrità, diligenza, competenza, riservatezza, funzione di interesse pubblico riconosciuta alla revisione): i revisori vengono così incontro alle aspettative degli investitori, degli altri operatori economici e delle autorità di vigilanza che fanno affidamento sulla qualità del loro lavoro. Infatti, quest'ultima contribuisce al regolare funzionamento dei mercati, migliorando la correttezza dei bilanci pubblicati.

La direttiva istituisce, inoltre, un comitato interno per la revisione contabile degli "enti di interesse pubblico" (principalmente le società quotate, bancarie e assicurative), lasciando agli Stati membri il compito di definirne la composizione. In proposito, la direttiva suggerisce un comitato composto da membri non esecutivi, provenienti dall'organo amministrativo della società o da quello di vigilanza, oppure nominati appositamente dall'assemblea. Obbligatoria è, invece, la presenza di un membro indipendente e dotato di competenze in materia di contabilità e revisione contabile.

¹³⁶ Si veda al riguardo la Proposta di direttiva che modifica le precedenti direttive 78/660/CEE sui conti annuali e 83/349/CEE sui conti consolidati, proposta che è stata presentata dalla Commissione il 27 ottobre 2004.

Il documento descrive gli obiettivi iniziali della proposta, i risultati della consultazione preventiva cui hanno risposto circa 200 parti interessate (metà costituite da imprese) e le valutazioni di sintesi.

Al comitato interno per la revisione contabile sono assegnate funzioni di verifica, dirette e indirette, sulla redazione e sulla revisione dell'informativa di bilancio. Infatti, il comitato è incaricato di monitorare la produzione delle informazioni economico-finanziarie e la revisione legale dei conti annuali e consolidati. Inoltre, deve verificare l'indipendenza del revisore (in particolare in caso di servizi aggiuntivi che quest'ultimo presta all'azienda) e deve controllare l'efficacia del sistema di controllo interno, del sistema di gestione dei rischi e dell'internal auditing: ad evidenza, il legislatore comunitario individua una stretta correlazione tra l'adeguatezza dei controlli interni e la trasparenza delle informazioni contabili, senza trascurare quanto sia importante che l'impresa assicuri agli stakeholder l'effettiva indipendenza e integrità professionale del revisore.

La direttiva autorizza gli Stati membri a derogare le norme sul comitato interno per la revisione contabile, qualora l'ordinamento nazionale preveda già un organismo con le medesime funzioni. Nel caso italiano, quindi, si potrebbe far coincidere il comitato in oggetto con il comitato per il controllo interno previsto dal codice Preda, o addirittura attribuirne i compiti al consiglio di amministrazione – che indirizza e vigila sull'intero sistema aziendale – o al collegio sindacale, che già esercita un controllo di tipo amministrativo che si estende anche la verifica di adeguatezza del sistema contabile.

Non va peraltro dimenticato che tanto il collegio sindacale quanto il comitato per il controllo interno realizzano scambi di informazioni con la società di revisione, sulla cui proposta di affidamento dell'incarico è proprio il comitato per il controllo interno a formulare una valutazione.

La possibilità di non imporre alle imprese la costituzione del nuovo organo, quindi, può essere accolta favorevolmente, per almeno due ragioni: da una parte, evita l'aumento dei costi per organi analoghi; dall'altra, fa sì che il controllo sulla comunicazione e sulla revisione contabile venga pienamente integrato con le altre forme di controllo interno, motivazione che appare assai più rilevante di quella meramente economica.

Per quanto riguarda, infine, la legislazione nazionale, merita qualche riflessione la legge sulla tutela del risparmio¹³⁷, che va a modificare e integrare il Testo Unico della Finanza e la riforma del diritto societario. La legge interviene sensibilmente sulle norme relative alla composizione degli organi istituzionali e introduce una nuova figura dirigenziale per la comunicazione di bilancio. Inoltre, è finalizzata a contrastare la diffusione delle false comunicazioni sociali, sanzionate penalmente.

La riforma tende altresì ad accentuare i poteri della Consob, le cui previsioni andranno a sovrapporsi a quelle in precedenza affidate agli statuti societari¹³⁸, in modo da ottenere una maggiore omogeneità nei sistemi di governance effettivamente adottati dalle imprese e rafforzare il controllo dell'autorità indipendente sugli organi sociali. Alquanto significativa è, infine, la separazione tra attività di revisione contabile e attività di consulenza, che non possono essere svolte entrambe dalla società di revisione che certifica il bilancio.

La legge per la tutela del risparmio impone la presenza di almeno un amministratore indipendente:

- a) nei consigli di amministrazione che contano più di sette membri, se l'impresa adotta il modello tradizionale;
- b) nei consigli di gestione composti da più di quattro membri, nel caso del modello dualistico¹³⁹.

Si va, pertanto, verso un sistema in cui è il legislatore a determinare la composizione di fondo del consiglio di amministrazione, limitando l'autonomia decisionale dell'assemblea e fissando un vincolo sulle proposte di nomina formulate dall'apposito comitato nelle società che lo hanno istituito. Si tratta peraltro di una innovazione che non sembra dispiacere alle imprese, che già in altre occasioni hanno espresso orientamenti di questo tipo¹⁴⁰.

¹³⁷ Cfr.: Legge 28 dicembre 2005, n. 262 recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari".

¹³⁸ Ad esempio, sono attribuiti alla Consob sia il potere di definire le regole per l'elezione di un sindaco effettivo della minoranza (integrazione all'art. 148 della legge Draghi), sia il potere di stabilire il limite al cumulo degli incarichi per i componenti degli organi di controllo (inserimento dell'art. 148-bis).

¹³⁹ Le disposizioni richiamate – contenute nei nuovi artt. 147-ter e 147-quater del Testo Unico della Finanza – non influiscono sul sistema monistico: questo prevede già, infatti, un consiglio di amministrazione composto per almeno un terzo da membri indipendenti (art. 2409-septiesdecies c.c.).

¹⁴⁰ Merita di essere ricordato, a tale proposito, il documento di autoregolamentazione predisposto nel mese di marzo del 2004 di concerto tra le principali associazioni di rappresentanza delle imprese:

La legge richiede inoltre il rispetto di specifici requisiti di onorabilità a tutti i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e controllo ma anche puramente di direzione: quindi, con la riforma sulla tutela del risparmio il legislatore persegue la massima correttezza di tutti coloro che esercitano e controllano l'attività d'impresa, pur non facendo formalmente parte degli organi di governance.

La novità più significativa, tuttavia, sembra essere l'introduzione nel diritto italiano della carica di amministratore eletto dalle minoranze, tramite il voto di lista¹⁴¹.

Anche in relazione al collegio sindacale si assiste alla crescente attenzione per le minoranze azionarie, stabilendo che il presidente dell'organo di vigilanza sia scelto tra gli eletti della lista di minoranza. La scelta di affidare il coordinamento delle attività del collegio sindacale ad un presidente di minoranza potrebbe configurare, forse, una strategia per potenziare il controllo delle minoranze sull'attività del consiglio di amministrazione. In altri termini, l'obiettivo potrebbe essere quello di controbilanciare il maggior peso degli amministratori di maggioranza nel consiglio, qualora i membri indipendenti non esercitino validamente le proprie competenze.

Resta tuttavia una perplessità, che attiene al principio di unicità nella direzione d'impresa. In effetti, nello stesso momento in cui un soggetto viene eletto amministratore, automaticamente risulta investito della missione di guidare l'impresa nell'interesse di ciascuna tipologia di stakeholder. Ne deriva che, come gli amministratori indipendenti, anche l'amministratore di minoranza e il presidente del collegio sindacale non possano assumere comportamenti di parte, nemmeno per recare vantaggio alla minoranza che li ha eletti.

l'Associazione Bancaria Italiana (ABI), l'Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici (ANIA), l'Associazione fra le società italiane per azioni (Assonime) e la Confindustria.

Il documento fornisce alle imprese alcune linee guida in tema di corporate governance e di controlli interni, promuovendo la diffusione dei migliori comportamenti di buon governo come strumento per il recupero della reputazione e della fiducia. In questo senso, le quattro associazioni promotrici dell'iniziativa suggeriscono che:

- almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione presenti caratteri di indipendenza;
- il comitato per il controllo interno sia completamente costituito da amministratori indipendenti.

Ad evidenza, le due disposizioni sono più rigorose rispetto a quelle contenute nel codice Preda di Borsa Italiana, in base al quale è sufficiente che la componente indipendente del consiglio di amministrazione sia "adeguata" e che il comitato per il controllo interno preveda al proprio interno la maggioranza (non necessariamente la totalità) di amministratori indipendenti.

Cfr.: ABI, ANIA, Assonime e Confindustria (2004), *Iniziativa coordinate per il miglioramento della fiducia*, marzo.

¹⁴¹ La previsione è inserita nell'art. 147-ter della legge Draghi.

L'altra novità importante introdotta dalla legge sulla tutela del risparmio, ai fini della corporate governance, consiste nella previsione di un dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari¹⁴². Oltre a partecipare alla redazione dei bilanci e degli altri documenti economico-finanziari, il preposto deve progettare, predisporre e monitorare un sistema di procedure amministrative e contabili tali da garantire la trasparenza, la completezza e la veridicità della comunicazione; di tali procedure attesta poi l'effettivo funzionamento, attraverso una relazione da allegare ai documenti contabili e che viene predisposta insieme agli amministratori delegati.

La funzione del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili è senz'altro molto delicata, tanto da presupporre la piena autonomia decisionale ed economica del soggetto nominato. Ad evidenza, risulta ancora più critica a causa degli scandali che i mercati finanziari hanno dovuto affrontare in tempi recenti e che hanno focalizzato l'attenzione delle autorità e dei risparmiatori sull'efficacia della comunicazione economico-finanziaria¹⁴³.

Anche il sistema dei controlli contabili esterni è interessato dalla legge sulla tutela del risparmio. Più precisamente, la legge vieta alle società di revisione (e ai soggetti appartenenti alle loro "reti") di fornire anche servizi di consulenza alle imprese di cui verificano il bilancio, nonché a quelle facenti parte del loro gruppo. Viene introdotto anche in Italia, dunque, un modello analogo a quello previsto dal *Sarbanes-Oxley Act* statunitense, con l'obiettivo di eliminare le cause dei possibili conflitti di interesse in capo alle società di revisione: dovrebbe svilupparsi, in questo modo, una maggiore fi-

¹⁴² Art. 154-bis, di nuovo inserimento nel Testo Unico della Finanza.

¹⁴³ Il legislatore istituisce, inoltre, un sistema di sanzioni penali e amministrative all'interno del quale assume rilevanza la volontà di ostacolare la divulgazione di informazioni che possono trarre in inganno gli interlocutori sociali: si vedano in proposito i nuovi artt. 2621, 2622 e 2629-bis del codice civile. Sono previste pene detentive per gli esponenti aziendali (amministratori, direttori generali, dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili, sindaci, liquidatori) che, nei documenti contabili, espongono fatti non veritieri od omettono informazioni economico-finanziarie obbligatorie, mossi dall'intento di ingannare i soci e gli altri stakeholder e dalla volontà di realizzare un ingiusto profitto per sé o per altri.

Tra i reati di false comunicazioni sociali, la legge prende in considerazione anche l'attentato al risparmio collettivo, la cui fattispecie sussiste quando gli interessi coinvolti siano assai diffusi presso il pubblico e di valore economico consistente. Si tratta, ad evidenza, di un intervento teso a tutelare i piccoli risparmiatori, che si sono già ritrovati vittime di scandali finanziari.

In una logica di recupero della trasparenza nei rapporti tra le imprese e gli interlocutori sociali, la riforma sanziona con la reclusione anche il reato di omessa comunicazione del conflitto di interessi da parte dei componenti degli organi amministrativi delle imprese quotate, nel caso in cui tale mancanza di informazioni comporti un danno per la società o per i terzi.

ducia nei confronti delle società quotate e, più in generale, del sistema dei controlli esterni sulle comunicazioni da esse veicolate.

Da ultimo, pare importante sottolineare la necessità di un valido coordinamento tra la normativa esistente e quella di nuova introduzione, sia di fonte comunitaria sia di emanazione nazionale. In particolare, è auspicabile una chiara definizione dei compiti e dei poteri attribuiti ai due nuovi soggetti responsabili della informazione di bilancio, ovvero il comitato interno previsto dall'ottava direttiva comunitaria e il dirigente descritto nella riforma per la tutela del risparmio. Mentre quest'ultimo sembra avere compiti più operativi per il perseguimento della validità e della correttezza dell'informativa economico-finanziaria, il comitato pare investito di una funzione prevalentemente di monitoraggio e verifica, anche in una prospettiva di revisione. Nell'interesse degli stakeholder, è tuttavia importante che si realizzi una positiva interazione tra i due organi, affinché si possa pervenire alle condizioni di massima efficacia del sistema di redazione, revisione e divulgazione dei documenti contabili.

CAPITOLO 3

LA CULTURA DELLA TRASPARENZA E LA COMUNICAZIONE AGLI STAKEHOLDER

SOMMARIO: 3.1. L'efficacia della corporate governance e la trasparenza – 3.2. La trasparenza e la comunicazione nelle relazioni di governo – 3.3. La trasparenza e la comunicazione nei rapporti con l'ambiente – 3.4. La trasparenza nei mercati finanziari – 3.4.1. L'obbligatorietà e la discrezionalità nella veicolazione dei messaggi – 3.4.2. La sistematicità dei messaggi – 3.4.3. L'orientamento temporale dei messaggi – 3.5. Gli strumenti per la veicolazione dei messaggi

3.1. L'efficacia della corporate governance e la trasparenza

Nella prima parte del presente lavoro è stato affermato che l'efficacia aziendale consiste nella capacità di soddisfare le attese interne ed esterne, tra loro variamente combinate. La corporate governance agevola il perseguimento dell'efficacia globale d'impresa, in quanto identifica l'insieme di principi, strutture e procedure che consentono di gestire e controllare l'azienda secondo correttezza, con orientamento all'economicità duratura, favorendo il dialogo ai vertici e l'apertura nei confronti degli stakeholder. In effetti, la corporate governance è tesa a facilitare l'assunzione di decisioni conformi alle aspettative degli attori sociali e può risultare, pertanto, uno strumento essenziale per l'acquisizione dei consensi, oltre a legittimare l'operato degli organi di direzione e di controllo dell'impresa.

Una valida attuazione della corporate governance può essere d'aiuto al perseguimento delle condizioni di efficacia ed efficienza – sintetizzabili nell'equilibrio economico a durare nel tempo – grazie alla presenza, nell'organo amministrativo, di soggetti dotati di competenze e sensibilità differenti, ai quali spettano l'esame e l'approvazione degli indirizzi di gestione e dei piani strategici, generalmente predisposti dai consiglieri delegati e dall'alta direzione. Si pensi, in questo senso, al ruolo degli amministratori non esecutivi e indipendenti che offrono garanzie di imparzialità:

- innanzitutto, nella selezione degli obiettivi, che dovrebbero armonicamente ricomporre gli interessi di tutti gli interlocutori aziendali;
- in secondo luogo, nell'attribuzione delle risorse scarse alle aree operative, facendo in modo che ciascuna possa convenientemente funzionare ed interagire con le altre

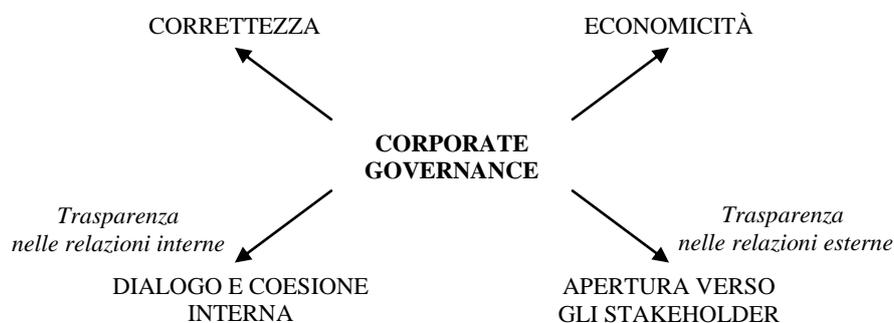
componenti della struttura, partecipando nella misura che le è richiesta al raggiungimento dei risultati desiderati dai vertici e dall'ambiente.

Allo stesso modo, gli amministratori non esecutivi contribuiscono in modo considerevole: a monitorare gli andamenti gestionali; a valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo ed amministrativo rispetto alle caratteristiche dell'azienda e alla sua attività; ad assegnare compensi adeguati ai consiglieri investiti di deleghe o incarichi particolari. Nel complesso, quindi, l'intervento degli amministratori non esecutivi e indipendenti dovrebbe impedire che si verifichi un'ingiusta prevaricazione degli interessi della maggioranza (o degli amministratori che essa ha nominato) rispetto alle attese legittime di tutti gli altri interlocutori sociali.

Analogamente, la previsione di adeguati sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi, tipica di tutti i sistemi di corporate governance moderni, serve a tutelare l'integrità del patrimonio aziendale, a preservare le condizioni di contesto rispetto alle quali sono stati definiti gli obiettivi e ad indirizzare i comportamenti intra-organizzativi verso questi ultimi, attribuendo unitarietà alla gestione e scongiurando un impiego inefficiente o non preordinato dei fattori produttivi.

A completamento delle condizioni di correttezza ed economicità della gestione aziendale appena ricordate, la corporate governance è in grado di sviluppare anche dialogo e coesione interna oltre che apertura verso gli interlocutori sociali, promuovendo la diffusione di una sana cultura della trasparenza sia nelle relazioni interne, sia nei rapporti con l'ambiente (Figura 3.1).

Figura 3.1 – Corporate governance, efficacia aziendale e trasparenza



La trasparenza si fonda sulla costante corrispondenza tra i fatti e i messaggi veicolati e presuppone la chiara intenzione, da parte dell'emittente, di comunicare tutti gli elementi informativi necessari all'interlocutore per effettuare utili processi valutativi¹. La trasparenza diviene, pertanto, un fattore cruciale per la gestione dei consensi e per la generazione di fiducia, sia attorno al progetto strategico dell'impresa, sia nei confronti dei suoi organi; tale esigenza risulta ancora più sentita in un momento storico come quello attuale, che ha visto sollevarsi scandali collegati sia al perseguimento di interessi individuali da parte di numerosi operatori aziendali, sia ai comportamenti reticenti nella comunicazione d'impresa, con situazioni che hanno talora superato anche i confini della legalità.

L'analisi dei sistemi di governance precedentemente condotta ha permesso di evidenziare la centralità del valore della trasparenza per il "buon governo" delle imprese: si tratta, a ben vedere, di uno tra i principi di fondo che animano il contesto giuridico di riferimento (sia legislativo che autoregolamentare, in tutti i paesi), in particolare per quanto attiene alle regole di funzionamento degli organi istituzionali e alle interazioni tra questi, gli azionisti e gli altri attori sociali.

In termini generali si può osservare come la disciplina sulla corporate governance promuova lo sviluppo di atteggiamenti trasparenti, prevedendo un intenso scambio di informazioni:

- a) all'interno degli organi istituzionali e tipicamente nel consiglio di amministrazione, affinché ciascun componente sia sempre informato sull'andamento e sull'evoluzione prevedibile della gestione, sui risultati raggiunti e sulle operazioni di maggior rilievo, anche quando non ha preso parte direttamente alla gestione;
- b) tra soggetti con ruoli diversi, in genere di direzione e di controllo², non soltanto per rendere possibile il monitoraggio ma anche per favorire il dialogo e la soluzione dei problemi, in una prospettiva di perfezionamento continuo delle strutture e delle attività aziendali;

¹ Cfr.: Salvioni D. M. (2003), "La comunicazione economico-finanziaria nell'evoluzione telematica dei flussi informativi", in Salvioni D. M. e Teodori C. (a cura di), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, p. 26.

² Al riguardo è sufficiente ricordare che il nostro legislatore prevede l'acquisizione delle informazioni da parte del collegio sindacale, tramite la sua partecipazione alle riunioni del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo (se istituito) ed il potere di chiedere notizie agli amministratori sulle operazioni sociali e su determinati affari, anche con riferimento a società controllate.

c) nei rapporti con gli interlocutori esterni, ai quali deve essere fornita una chiara rappresentazione di cosa è stato fatto, si sta facendo e si intende fare per soddisfarne le attese: sono rivolte a questo scopo tutte le comunicazioni a contenuto economico-finanziario e quelle, introdotte più di recente, di carattere societario, sociale ed ambientale.

Ad evidenza, però, le comunicazioni risultano efficaci solamente se trovano fondamento nella positiva volontà di trasferire tutti gli elementi conoscitivi con completezza e neutralità: in caso contrario, la comunicazione si riduce ad un puro adempimento normativo o statutario e difficilmente può aiutare davvero a migliorare l'attività degli organi di governance.

La cultura della trasparenza è fortemente correlata alla accountability, ossia alla consapevolezza da parte degli organi istituzionali di dover rendere conto del proprio operato sia a coloro che hanno formalmente conferito l'incarico, sia a coloro che hanno messo a disposizione le risorse per lo svolgimento delle attività³. In altri termini, il valore della trasparenza porta a sottoporsi con consapevolezza al sistema di controlli e di valutazioni legittimamente previsto come meccanismo di tutela degli stakeholder, nonché ad accettare le conseguenze delle proprie azioni⁴.

Sulla base delle premesse formulate, il lavoro si propone ora di riflettere sul ruolo della trasparenza come condizione essenziale per l'efficacia della corporate governance, dapprima nelle relazioni di governo e successivamente nelle relazioni con l'ambiente esterno.

³ «Accountability involves a requirement to give an account of actions taken. It represents a feedback mechanism by those held responsible for activities. Two parties are involved – the one with the right to demand accountability; the other with the duty to be held accountable. Accountability involves more than a reporting of what has been done: it includes a requirement to say why and face the consequences. Accountability implies some degree of participation: it recognises the existence of power to demand compliance». Tricker R. (1984), *Corporate Governance. Practices, Procedures and Powers in British Companies and their Boards of Directors*, Gower, London, p. 123.

⁴ «Un efficace sistema di responsabilizzazione pervade tutta la struttura manageriale, dall'amministratore delegato, che deve essere *accountable* nei confronti del consiglio di amministrazione (a sua volta responsabile nei confronti degli azionisti e della società). [...] Esso è anzitutto l'espressione di un modo di essere e di sentire profondo di ciascuno, che è consapevole di avere ricevuto un "mandato a gestire bene" e di dover rendere conto del proprio operato. Un sistema di responsabilizzazione che non affondi le sue radici in una siffatta cultura dell'*accountability* non dà affidamento di essere efficace». Coda V. (1997), "Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto", *Scritti di economia aziendale in memoria di Raffaele D'Orlando*, tomo primo, Cedam, Padova, p. 332.

3.2. La trasparenza e la comunicazione nelle relazioni di governo

Il corretto funzionamento dell'impresa presuppone un'equilibrata ripartizione dei compiti assegnati ai diversi soggetti che compongono la struttura aziendale. In aggiunta a ciò, l'efficace azione di governo si fonda sul valido combinarsi dei contributi offerti da ciascun individuo in funzione del proprio ruolo. La comunicazione interna, attivata a qualsiasi livello, agevola il coordinamento dei comportamenti verso gli obiettivi prefissati dai massimi organi aziendali, in una logica di efficacia globale costantemente orientata alla soddisfazione degli stakeholder.

La trasparenza deve animare, pertanto, i rapporti interni all'organo amministrativo – in particolare tra amministratori esecutivi e non esecutivi – ed è fondamentale ai fini della collaborazione tra tale organo ed il top management.

Si è già osservato⁵ che diverse tipologie di soggetti prendono parte al processo strategico dell'impresa. Questo si compone di quattro fasi:

1. formulazione del piano strategico;
2. approvazione del piano strategico;
3. implementazione delle politiche aziendali;
4. valutazione del processo strategico.

I compiti di formulazione delle strategie e di realizzazione delle politiche aziendali sono attribuiti all'alta direzione, indirizzata e supportata dal consiglio di amministrazione. Le precipue funzioni del consiglio si riconducono, invece, all'esame e all'approvazione del piano strategico e alla valutazione di come questo sia stato attuato dal top management⁶.

Ad evidenza, è indispensabile instaurare tra i due organi – quello di indirizzo e quello prettamente esecutivo – un sistematico scambio di informazioni. Infatti, il management deve costantemente operare secondo le direttive del consiglio di amministrazione, mentre quest'ultimo necessita di essere informato sull'andamento della gestione e sul grado di raggiungimento degli obiettivi. Rivestono quindi estrema importanza le modalità di interazione tra i due gruppi.

⁵ Si rinvia in proposito al cap. 2.

⁶ Cfr.: Andrews K. (1981), "Corporate Strategy as a Vital Function of the Board", *Harvard Business Review*, November-December, p. 174; Tricker R. (1984), *Corporate Governance. Practices, Procedures and Powers in British Companies and their Boards of Directors*, Gower, London, p. 175.

In svariate circostanze, il collegamento tra il livello d'indirizzo e quello manageriale è favorito dalla duplice veste assunta da alcuni componenti: non è raro, ad esempio, che un amministratore esecutivo sia nominato anche direttore generale e posto a capo della struttura organizzativa.

In linea di massima, la presenza di manager nel principale organo istituzionale dovrebbe garantire una chiara comprensione ed interiorizzazione degli obiettivi strategici, assicurando la massima coerenza tra questi e le azioni promosse all'interno dell'organizzazione per il loro ordinato raggiungimento. La partecipazione diretta dei manager alla governance dell'impresa può favorire altresì l'immediata verifica delle strategie attuate e la tempestiva adozione di interventi correttivi qualora le azioni intraprese non stiano avendo successo.

Inoltre, il confronto aperto tra coloro che si pongono come garanti dell'equo contenimento di tutte le attese convergenti nell'impresa e coloro che maturano quotidianamente la percezione di come stia evolvendo l'attività operativa, può generare una conoscenza diffusa e più articolata dei fattori critici di successo su cui puntare, poiché contribuiscono in misura più significativa alla formazione dei risultati desiderati.

Al contrario, quando i manager non sono rappresentati negli organi di governo, il trasferimento degli obiettivi aziendali dagli organi che li hanno validati ai soggetti preposti a realizzarli può rivelarsi maggiormente problematico. Nei casi più gravi potrebbe addirittura verificarsi un'incompatibilità di vedute, tale per cui l'organo amministrativo privilegia – correttamente – la durabilità e il successo dell'impresa nel tempo, mentre il management tende – egoisticamente – a massimizzare i risultati di breve periodo.

È in queste circostanze che l'affermazione del valore della trasparenza risulta ancora più determinante. Il consiglio di amministrazione dovrebbe, infatti, convincere tutta la dirigenza a collaborare nell'interesse dell'impresa, che deve coniugarsi pienamente con quello degli interlocutori sociali.

La cultura della trasparenza si accompagna, d'altra parte, alla ricerca della collaborazione tra gli organi d'impresa, in un generale clima di condivisione:

- dei principi di fondo che ispirano le scelte aziendali;
- degli obiettivi;
- delle modalità di valutazione dei risultati.

La condivisione dei valori e delle finalità è altresì il presupposto per lo sviluppo di rapporti fiduciari, accresce il consenso interno e ne migliora la qualità: tutto ciò si può tradurre in una maggiore coerenza ed unitarietà di comportamento da parte dei diversi organi, con evidenti benefici per tutti gli interlocutori aziendali (Figura 3.2).

Figura 3.2 – Trasparenza nelle relazioni di governo e sviluppo della fiducia



3.3. La trasparenza e la comunicazione nei rapporti con l'ambiente

Come è stato ripetutamente osservato, i principi e le regole di funzionamento degli organi aziendali sono finalizzati ad agevolare l'equo contemperamento degli interessi interni ed esterni.

La proficua interazione tra l'impresa e l'ambiente può aversi soltanto se gli organi istituzionali sviluppano una corretta percezione delle attese dei differenti interlocutori sociali, hanno una chiara consapevolezza delle risorse disponibili e riescono ad organizzare ed impiegare queste ultime in funzione degli obiettivi prefissati, ponendo le basi per la formazione di un circolo virtuoso che lega i fattori produttivi, le attività, i risultati e la conseguente soddisfazione degli interessi convergenti nell'azienda.

L'affermazione dell'impresa nell'ambiente non può, quindi, prescindere dall'attivazione di logiche tese a gestire il consenso esterno ed a generare fiducia. In questo senso, assume una funzione determinante la veicolazione di messaggi orientati a far conoscere agli stakeholder il grado di soddisfacimento delle loro aspettative, oltre agli sforzi profusi in tale direzione dall'organizzazione. La comunicazione esterna

diviene così il necessario completamento dell'attività di corporate governance, poiché fornisce una rappresentazione delle modalità attraverso le quali essa ha trovato realizzazione e ne esplicita l'efficacia per le varie tipologie di stakeholder⁷.

La costante tensione all'efficacia globale del governo d'impresa dovrebbe portare, dunque, a predisporre valide informazioni:

- dirette all'organizzazione, con finalità di orientamento comportamentale (comunicazioni a supporto del controllo di gestione);
- indirizzate ad interlocutori esterni, in risposta alle attese conoscitive da questi avvertite e/o manifestate e che risultino di pronto recepimento da parte dei destinatari.

Più precisamente, assumono rilievo le informazioni di carattere economico-finanziario che, a fini interni, traducono in termini quantitativo-monetari gli obiettivi e i risultati gestionali rendendoli più facilmente misurabili e confrontabili, mentre a fini esterni, offrono una sintesi delle modalità di generazione di ricchezza effettiva o prospettica da parte dell'azienda, quale garanzia di sopravvivenza e sviluppo durevole, nonché di capacità di remunerare le risorse impiegate.

Con precipuo riferimento alle valenze esterne appena individuata, la comunicazione economico-finanziaria⁸ può essere definita come l'insieme dei messaggi, prevalen-

⁷ In dottrina è stato osservato, in effetti, che la corporate governance e la comunicazione esterna sono logicamente connesse, poiché costituiscono entrambe «strumenti di accountability e anche di legittimazione del top management». Cfr.: Cerbioni F. e Parbonetti A. (2005), «Corporate governance e comunicazione volontaria. Interrelazioni e spunti di riflessione alla luce di un'analisi empirica», *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, luglio-agosto, p. 411.

⁸ Il tema della comunicazione economico-finanziaria è stato affrontato da diversi Autori. Tra gli altri si rimanda a: Di Stefano G. (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano; Coda V. (1991), *Comunicazione ed immagine nella strategia dell'impresa*, Giappichelli, Torino; Salvioni D. M. (1992), *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino; Belcredi M. (1993), *Economia dell'informazione societaria*, Utet, Torino; Bertinetti G. (1996), *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano; Salvioni D. M. (a cura di) (2002), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino; Salvioni D. M. (2002), «Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa», *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 2; Salvioni D. M. (a cura di) (2003), *Trasparenza ed efficacia della comunicazione economico-finanziaria*, Giappichelli, Torino; Salvioni D. M. e Teodori C. (a cura di) (2003), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano; Branciaro S. (a cura di) (2003), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, FrancoAngeli, Milano; Giusepponi K. (a cura di) (2003), *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*, FrancoAngeli, Milano; Mancini D., Quagli A. e Marchi L. (a cura di) (2003), *Gli intangibles e la comunicazione d'impresa*, FrancoAngeli, Milano; Paolini A. (a cura di) (2003), *Banche e comunicazione economico-finanziaria delle imprese. I risultati di una ricerca empirica*, Giappichelli, Torino; Beretta S. (2003), *La comunicazione volontaria: opportunità e limiti*, relazione presentata al convegno *La comunicazione economica con gli stakeholder: tra l'obbligatorio e il volontario*, Bressanone, 20-30 settembre.

Ulteriori riferimenti bibliografici sono forniti nel prosieguo, con particolare riferimento alla comunicazione economica via Internet.

temente quantitativo-monetari ma integrati anche da informazioni qualitative e quantitative non monetarie, atti a rappresentare il grado atteso o realizzato di economicità, efficacia ed efficienza della gestione⁹; in senso stretto, la comunicazione economico-finanziaria è costituita dal sistema di informazioni reddituali, finanziarie e patrimoniali¹⁰.

Le scelte e i comportamenti che ispirano la predisposizione e la diffusione dei messaggi economico-finanziari al pubblico esterno, si sono però rivelati poco corretti in svariate circostanze, che hanno raggiunto l'apice con i recenti fenomeni di evidente frode contabile in Italia e all'estero. In molti casi, in effetti, la comunicazione delle imprese risulta carente dal punto di vista dei contenuti e delle forme di veicolazione; inoltre, l'esistenza di apposite norme che regolano soprattutto i primi non è sufficiente di per sé a migliorare la comunicazione economico-finanziaria, anche in considerazione del margine di discrezionalità lasciato ai redattori dei documenti di sintesi. Tutto ciò fa sì che siano le imprese a determinare il grado di esaustività e completezza dell'informativa esterna sulla base degli obiettivi che si propongono di raggiungere, talvolta applicando discutibili politiche di bilancio¹¹.

Nel contesto delineato, è possibile classificare le informazioni a seconda che derivino da vincoli imposti dal legislatore su forma, contenuto minimale e periodicità di pubblicizzazione, al fine di tutelare i fabbisogni conoscitivi degli stakeholder (comu-

⁹ Cfr.: Salvioni D. M. (1992), *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 56; Salvioni D. M. (2003), "La comunicazione economico-finanziaria nell'evoluzione telematica dei flussi informativi", in Salvioni D. M. e Teodori C. (a cura di), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, p. 30.

¹⁰ Si tiene a precisare che, in questo scritto, si utilizzano con il medesimo significato l'espressione "comunicazione economico-finanziaria" – assai diffusa nella letteratura e nella prassi – e l'espressione "comunicazione economica"; una terza forma equivalente alle precedenti e sovente impiegata è "comunicazione finanziaria".

Si osservi tuttavia che «la terminologia più appropriata da un punto di vista economico-aziendale è quella di comunicazione economica, in quanto quest'ultima dimensione compendia in sé tutti gli aspetti di misurazione (economico-reddituali; economico-patrimoniali; economico-finanziari)». Cfr. Salvioni D. M. (2003), "L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria", in Salvioni D. M. (a cura di), *Trasparenza ed efficacia della comunicazione economico-finanziaria*, Giappichelli, Torino, p. 3.

¹¹ Le politiche di bilancio possono definirsi come «atteggiamenti protesi all'uso strumentale delle valutazioni, onde mostrare una situazione economica, finanziaria e patrimoniale incongrua, più o meno distante dalla realtà. [...]

Le aziende, invero, adottano una certa "politica di bilancio" in coerenza con una determinata "politica di gestione", a sua volta derivante dalle scelte strategiche effettuate dal vertice aziendale. Ne discende che tali politiche possono avere carattere funzionale o antifunzionale, fisiologico o patologico, lecito o illecito». Coronella S. (1997), "Riserve e annacquiamenti patrimoniali occulti", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, gennaio-febbraio.

nicazione obbligatoria o dovuta, nota anche come *mandatory disclosure*¹²), oppure che siano liberamente predisposte dall'impresa ad integrazione di quelle dovute, con la finalità di legittimare l'immagine aziendale ed avvalorare un clima di fiducia (comunicazione volontaria o voluta, *voluntary disclosure*).

Al riguardo, è importante sottolineare che la cultura dominante nell'impresa influenza sensibilmente le caratteristiche e la composizione della comunicazione economico-finanziaria. Questa può divenire un vantaggioso strumento per la gestione del consenso, quando l'atteggiamento degli organi istituzionali e del management è improntato alla trasparenza. Tuttavia, tendono frequentemente a prevalere situazioni di reticenza, talvolta mosse da una ricerca anche eccessiva di riservatezza sull'attività svolta e sulle sue prospettive, per timore di perdere il vantaggio competitivo nei confronti della concorrenza¹³; nei casi più gravi, addirittura, esse sono imputabili soprattutto ad intenti manipolatori delle informazioni¹⁴, come in precedenza ricordato.

La conseguenza è la formazione di un circolo vizioso difficilmente sanabile, se non attraverso profonde manifestazioni di un reale cambiamento culturale, dalla reticenza alla trasparenza. Più precisamente, lo scarso impegno a comunicare con efficacia e completezza, offrendo adeguate rassicurazioni sulla corrispondenza tra fatti, compor-

¹² Vale la pena di osservare che l'espressione inglese *disclosure*, sempre più utilizzata anche nella letteratura economico-aziendale italiana, pone enfasi sul concetto di "apertura" dell'impresa verso gli stakeholder.

¹³ Sul tema, bene si esprime Alvino parlando di «conflitto tra riserbo aziendale e *trasparenza* informativa, in particolare per le informazioni relative al patrimonio di conoscenze e capacità che connotano il processo di generazione del valore aziendale e differenziano l'impresa dai concorrenti. Sotto questo aspetto, quindi, il ricorso a forme e strumenti dell'informazione volontaria, nella comunicazione esterna d'impresa, è ipotizzabile nell'ambito di soluzioni di compromesso e di equilibrio tra gli interessi differenziati degli stakeholder, in particolare degli azionisti e le esigenze di minimizzazione dei rischi di imitazione e sostituzione». Alvino F. (2001), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, Giappichelli, Torino, p. 14.

¹⁴ Allegrini individua tre diverse politiche di comunicazione esterna adottate dalle aziende: quella "trasparente", quella "minimalista" e quella "manipolatoria". Mentre la politica trasparente vede la comunicazione economica come un'opportunità da cogliere, la seconda e la terza trascurano le potenzialità della diffusione dei messaggi ai fini del corretto sviluppo delle relazioni con gli stakeholder.

La politica minimalista si traduce nel mero rispetto dei vincoli informativi imposti all'impresa: in altri termini, si compone essenzialmente dei messaggi obbligatori, che soltanto in casi sporadici sono integrati da informazioni discrezionali. Si tratta di una scelta tutt'altro che condivisibile, seppur legittima.

Assai grave è, invece, il comportamento delle aziende «che ritengono la comunicazione esterna come una variabile da poter manipolare a proprio piacimento per il conseguimento di benefici a breve termine, anche se ciò può produrre un danno agli interlocutori ignari di tali alterazioni». Secondo l'Autore, una politica manipolatoria delle informazioni, che di fatto inganna i pubblici esterni, è sintomatica di una scarsa consapevolezza in merito agli inscindibili legami tra etica nel governo dell'impresa ed economicità duratura della stessa.

Per approfondimenti si rinvia a Allegrini M. (2003), *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria. Principi e contenuti*, Giuffrè, Milano, p. 24 e ss.

tamenti e contenuti dei messaggi, produce una soddisfazione soltanto parziale delle attese conoscitivo-valutative degli stakeholder e, viceversa, finisce con il generare incertezza attorno alla comunicazione economico-finanziaria. Ad evidenza, tale sfiducia tende a prendere il sopravvento tra gli stakeholder quando i casi di limitata trasparenza, o perfino di manipolazione, diventano consistenti per la numerosità o per l'intensità degli interessi economici non pienamente tutelati.

Di fronte al prevalere di scelte comunicazionali poco trasparenti e neutrali o che si limitano a rispettare i requisiti minimi previsti per la comunicazione obbligatoria, si fa sempre più insistente il richiamo ad una sentita adesione ai principi di fondo cui si lega l'efficacia dell'informativa per gli stakeholder: verità, chiarezza, precisione, completezza, tempestività, prudenza, comparabilità, integrazione tra i messaggi.

Il miglioramento della disclosure come strumento per avvicinare l'impresa ai suoi pubblici di riferimento, secondo logiche di trasparenza e positiva collaborazione, è peraltro stimolato anche dalla normativa e dalla regolamentazione destinata alle società quotate. In questo senso possono essere ricordati:

- a) l'obbligo di redigere prospetti di sintesi trimestrali e semestrali, superando così la caratteristica di storicità annuale del bilancio;
- b) la raccomandazione di istituire appositi organi preposti a vigilare e valutare l'adeguatezza dell'assetto amministrativo-contabile e la correttezza delle procedure e dei documenti per la rendicontazione esterna.

Il problema di fondo, cioè l'effettivo cambiamento nella comunicazione agli stakeholder, richiede una soluzione interna alle imprese. In sostanza, l'impulso non può che risiedere nei vertici aziendali, i quali devono acquisire la piena convinzione dei vantaggi derivanti da un dialogo aperto e costruttivo con gli interlocutori sociali. Per superare la diffidenza che ha colpito gli investitori negli ultimi anni, è dunque strettamente necessario il miglioramento qualitativo delle informazioni diffuse dai componenti degli organi di governo e di controllo¹⁵ (compresi i revisori esterni¹⁶): si tratta,

¹⁵ Afferma al riguardo Salvioni: «La cultura della trasparenza rappresenta, inoltre, un principio etico di orientamento per tutti coloro che, a vario titolo (ad esempio, i revisori, gli organismi di governance, ecc.), sono chiamati a legittimare il contenuto della comunicazione economico-finanziaria. L'affermazione di una maggiore limpidezza comportamentale nello svolgimento delle funzioni di legittimazione dell'informativa economica dovrebbe infatti avvalorare il ruolo di garanzia nei confronti dei terzi, se non addirittura giustificare l'esistenza di definiti istituti». Salvioni D. M. (2002), «Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa», *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 2.

infatti, di un presupposto indispensabile affinché i destinatari della comunicazione assumano un positivo atteggiamento ricettivo e riconoscano validità tanto all'operato degli amministratori e dei soggetti investiti, a vario titolo, delle funzioni di vigilanza, quanto all'informativa economica ed istituzionale in genere.

Si possono pertanto individuare alcuni requisiti di efficacia, che fanno della comunicazione economica uno strumento capace di agevolare lo sviluppo di rapporti fiduciari tra l'impresa e l'ambiente, tramite la qualificazione dell'immagine aziendale: per la precisione, si tratta di fattori che contraddistinguono il comportamento dell'emittente e del destinatario rispettivamente nel trasferimento e nell'acquisizione delle informazioni (Figura 3.3).

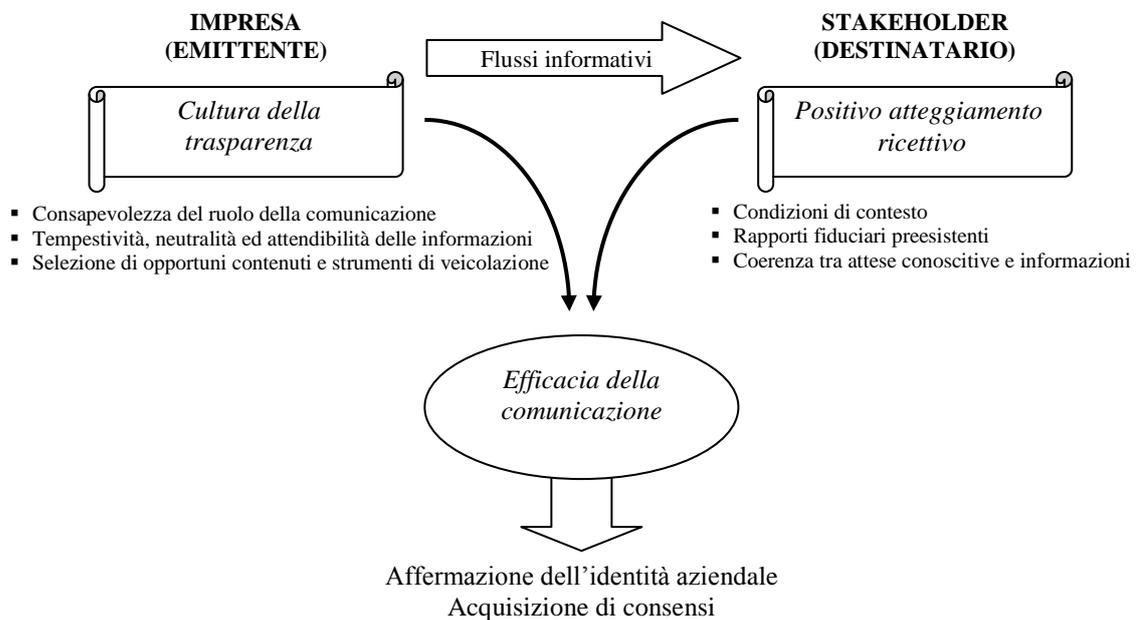
¹⁶ Come ricorda Fiori, oggi non si può più fare a meno di una netta separazione delle attività di controllo contabile e di consulenza esercitate dalle società di revisione. È questa, ormai, una condizione indispensabile per riportare credibilità nel sistema dei controlli esterni, dopo che addirittura Arthur Andersen, la principale società di revisione al mondo, è stata scoperta parzialmente responsabile del caso Enron.

L'Autore suggerisce anche alcuni possibili rimedi. In primo luogo, dovrebbe essere vietato alle società di revisione di esercitare servizi di consulenza a favore delle imprese di cui verificano, o verificherebbero, il bilancio: è peraltro questa la strada intrapresa con la legge 262/2005 per la tutela del risparmio. Inoltre, l'attività di revisione contabile dovrebbe essere considerata di pubblico interesse, facendo in modo così che il cliente della società di revisione non sia più direttamente l'azienda che è sottoposta al controllo contabile, bensì un'autorità pubblica. In questo modo il revisore risponderebbe ad un soggetto diverso da quello controllato e che, ad oggi, gli conferisce il compenso sia per la revisione, sia per eventuali consulenze (che solitamente costituiscono l'incarico di gran lunga più importante e remunerativo).

Si veda in proposito Fiori G. (2003), *Corporate governance e qualità dell'informazione esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 130.

Una soluzione alternativa, peraltro raccomandata dal codice di autodisciplina di Borsa Italiana SpA, è la nomina della società di revisione da parte dell'assemblea, sentito il parere del comitato per il controllo interno. L'indipendenza della maggior parte dei suoi componenti, infatti, assicura che siano condotte con la massima imparzialità sia la valutazione della proposta di affidamento dell'incarico formulata dalla società di revisione, sia l'analisi del suo piano di lavoro. Per approfondimenti, si rinvia a: Corsi K. (2004), "Il controllo dei bilanci e il ruolo delle società di revisione", in Demartini P. (a cura di), *Informazione, imprese e mercati finanziari efficienti. Spunti di riflessione in una prospettiva multidisciplinare*, FrancoAngeli, Milano, p. 167 e ss.

Figura 3.3 – Le condizioni di efficacia della comunicazione economico-finanziaria



Dal lato dell'emittente, la comunicazione può risultare efficace se esiste, come ricordato, una profonda coscienza sul ruolo che la stessa riveste per l'istituzione di interazioni durature tra l'impresa e gli stakeholder. Al riguardo, è responsabilità dei vertici aziendali definire i contenuti, gli strumenti e la frequenza dei flussi informativi in modo che risultino i più opportuni per rispondere alle attese informative esterne, in una logica di continuo perfezionamento della comunicazione.

Ancora una volta, a fianco di un corretto adempimento degli obblighi normativi in tema di comunicazione, emerge l'importanza della trasparenza quale valore capace di orientare:

- la tempestiva predisposizione delle informazioni nel rispetto della completezza e della neutralità, tese a trasferire agli interlocutori tutti gli elementi essenziali per la formulazione di un proprio giudizio sull'impresa;
- la divulgazione dei messaggi attraverso strumenti che assicurino agli stakeholder rapidità di accesso e facilità di consultazione, come consente di fare attualmente il sito web aziendale.

Dal lato del destinatario, l'efficacia della comunicazione si correla alla reazione dello stesso a fronte dell'informativa divulgata dall'impresa. L'interlocutore può esse-

re più o meno bendisposto e collaborativo, a seconda: delle condizioni di contesto in cui è diffusa la comunicazione economico-finanziaria; di precedenti rapporti con l'emittente; della coerenza tra l'informativa e i fabbisogni conoscitivi del soggetto.

Le condizioni di contesto sono riconducibili al clima generale di fiducia o di sfiducia in cui si trovano ad operare le aziende e che dipende, generalmente, dai fenomeni che hanno avuto risonanza in passato, in termini positivi o negativi. In particolare, si è già ricordata la possibilità che si diffondano nell'ambiente le esternalità negative derivanti dalla scoperta di azioni manipolatorie delle informazioni da parte di una specifica impresa: in altri termini, la disapprovazione nei confronti di un singolo operatore tende ad estendersi a tutto il sistema e rischia di generare dei pregiudizi nell'acquisizione e nell'interpretazione dei messaggi economico-finanziari.

La situazione opposta è quella in cui l'emittente e il destinatario delle informazioni hanno già proficuamente collaborato, oppure quella in cui il destinatario ha raccolto e valutato positivamente, in precedenti occasioni, i messaggi veicolati dall'impresa: i rapporti fiduciari preesistenti costituiscono senza dubbio una premessa importante per un atteggiamento favorevole verso altri messaggi.

La coerenza tra la disclosure aziendale e le attese conoscitive dell'interlocutore¹⁷ dipende, innanzitutto, dalla capacità degli organi aziendali di percepire correttamente queste ultime. Tipicamente, il soggetto che può maturare la percezione più profonda delle attese informative esterne è l'investor relator, responsabile del dialogo con gli azionisti, gli investitori istituzionali e la comunità finanziaria in generale. Ad ogni modo, non vanno trascurate le esigenze dei singoli interlocutori a fronte di particolari situazioni (ad esempio, si consideri la domanda di informazioni economiche da parte delle banche per valutare l'opportunità di concedere un finanziamento¹⁸).

¹⁷ Ad evidenza, la numerosità delle tipologie di stakeholder aziendali è accompagnata da una pluralità di differenti attese conoscitive. Il principale documento di comunicazione economico-finanziaria, ossia il bilancio destinato a pubblicazione, non può soddisfare, da solo, tale varietà di attese: a seconda dell'interlocutore, il bilancio sarà pertanto opportunamente integrato da ulteriori informazioni di carattere qualitativo e quantitativo.

Per una classificazione dei destinatari della comunicazione economico-finanziaria e, in particolare, del bilancio di esercizio, si rinvia a: Avi M. S. (1990), *Il bilancio come strumento di informazione verso l'esterno*, Cedam, Padova, p. 203 e ss; Salvioni D. M. (1992), *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 77 e ss. (dove si propone una classificazione dei destinatari che distingue tra quelli esterni, quelli interni ed i co-maker).

¹⁸ Nell'ambito di una ricerca tesa ad analizzare il rapporto tra la domanda e l'offerta di comunicazioni economico-finanziarie nelle relazioni tra le imprese e le banche, Paolini osserva che «le informazioni di bilancio dovrebbero, nel caso di richiesta di affidamento, consentire all'analista bancario di giungere a conclusioni sulla capacità economico-finanziaria dell'impresa di far fronte agli impegni pre-

Nel complesso, i soggetti che si trovano a più stretto contatto con i pubblici esterni dovrebbero offrire un contributo significativo in fase di impostazione dei messaggi, sia in relazione ai contenuti, sia nella scelta dei canali. Allo stesso tempo, i vertici aziendali devono impegnarsi affinché non si sviluppino ingiustificate asimmetrie informative tra le diverse categorie di stakeholder; devono altresì garantire ai destinatari delle informazioni la possibilità di comprendere adeguatamente le politiche contabili adottate nella redazione dei prospetti.

La trasparenza quale valore che permea tutte le scelte di comunicazione verso gli stakeholder, insieme al positivo atteggiamento ricettivo da parte di questi ultimi, costituisce la condizione di fondo per l'efficacia dei flussi informativi. La trasparenza trova però una piena realizzazione soltanto quando è accompagnata da una ragionevole selezione del contenuto dei messaggi e quando le informazioni sono trasferite attraverso gli strumenti più opportuni. Si può dunque affermare che anche la scelta dei contenuti e delle modalità di veicolazione dei messaggi contribuisce a conferire efficacia alla comunicazione economico-finanziaria, agevolando la gestione del consenso esterno per mezzo di un modello persuasivo¹⁹ e facilitando l'acquisizione di risorse.

si; il condizionale è d'obbligo, soprattutto nell'ottica dell'analista esterno come è quello bancario che, tra gli analisti esterni, è in qualche modo privilegiato. Se il rapporto con l'impresa in qualche modo esiste o s'intende in ogni caso farlo iniziare, l'interlocutore bancario può sempre completare il quadro informativo con specifiche richieste di dati aggiuntivi e ricorrendo, come noto, a banche dati ed organismi preposti esistenti in tal senso».

Per un'analisi dettagliata della questione, si rinvia a Paolini A. (2003), "L'utilizzo delle informazioni contenute nel bilancio d'esercizio per l'affidamento della clientela", in Paolini A. (a cura di), *Banche e comunicazione economico-finanziaria delle imprese. I risultati di una ricerca empirica*, Giappichelli, Torino, p. 14.

¹⁹ La comunicazione economico-finanziaria dovrebbe configurare lo strumento più importante per l'affermazione di un modello di gestione del consenso di tipo persuasivo. Questo si fonda, in effetti, sulla trasparenza e sulla chiarezza, sul dialogo, nonché sulla convinzione che esista «un interesse aziendale sovraordinato condivisibile da tutti e sulla volontà di ricercarlo e promuoverlo». La comunicazione economica dovrebbe quindi sostenere la realizzazione di un progetto strategico valido, condiviso e capace di produrre un consenso dalle solide basi.

Per una trattazione dei rapporti tra comunicazione economica e modelli di gestione del consenso si rinvia a Coda V. (1989), "La comunicazione economica nella strategia aziendale", in Cesad, Centro Studi di Amministrazione e Direzione Aziendale dell'Università Bocconi, *La comunicazione economica: valore aziendale o sociale*, Egea, Milano, p. 16 e ss.

3.4. La trasparenza nei mercati finanziari

Si è più volte affermato che la comunicazione esterna è necessaria per far conoscere agli stakeholder il grado di efficacia dell'attività di governo dell'impresa. In tale ambito, la comunicazione economico-finanziaria ha svolto, per lungo tempo, una funzione primaria e tuttora continua a rappresentare la parte più ragguardevole della comunicazione istituzionale, sia per la numerosità dei documenti sia per l'attenzione ad essa dedicata dalle autorità e dal pubblico, nonostante alle informazioni prettamente economiche si stiano ormai affiancando anche quelle di altra natura (sociale, ambientale, sulla corporate governance in senso stretto).

Da alcuni anni stiamo assistendo, inoltre, ad un ampliamento selettivo delle comunicazioni di carattere economico, che è indotto principalmente:

- dall'esigenza di garantire l'efficiente funzionamento dei mercati finanziari, contrastando le situazioni di informazione incompleta o asimmetrica, specialmente in ambito sovranazionale;
- dall'orientamento delle imprese alla soddisfazione delle attese conoscitive degli stakeholder, promosso dai sempre più insistenti richiami alla trasparenza e alla responsabilità.

Si può dunque sostenere che l'allargamento e, in certi casi, il miglioramento qualitativo della comunicazione economico-finanziaria siano imputabili all'iniziativa di due ordini di soggetti: nel primo caso, gli organismi di regolamentazione dei mercati e le autorità di vigilanza, mossi dalla volontà di tutelare l'interesse generale alla destinazione ottimale delle risorse a favore delle imprese più meritevoli; nel secondo caso, le aziende stesse, animate da una più convinta tensione all'istituzione di relazioni aperte e costruttive con gli interlocutori esterni. Ad evidenza, la comunicazione economico-finanziaria diviene così un fattore critico di successo per le aziende che la realizzano con trasparenza ed efficacia.

Per appagare il fabbisogno conoscitivo degli attori sociali, la comunicazione economica deve bilanciare dati strettamente monetari con informazioni quantitative non monetarie e qualitative. Come si è anticipato, queste ultime risultano solitamente di completamento e spiegazione alle prime, al fine di rendere i dati contabili attendibili e comprensibili, a beneficio dei destinatari.

L'obiettivo primario di rappresentare la situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale dell'impresa o del gruppo – dimostrando agli stakeholder che le risorse sono impiegate in maniera consapevole, affinché il loro valore possa accrescersi nel tempo e l'azienda possa far fronte agli impegni assunti nei confronti di tutti i conferenti – viene perseguito in primo luogo mediante il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato, che possono essere redatti con riferimento all'esercizio o a periodi infrannuali e che costituiscono la forma più rilevante di informativa economica obbligatoria. A tali documenti si aggiungono inoltre:

- le riclassificazioni e le rielaborazioni dei prospetti di stato patrimoniale e di conto economico, finalizzate ad analizzare particolari aspetti (ad esempio, il contributo delle gestioni parziali alla formazione del reddito), anche attraverso la costruzione di indici (si pensi, tra gli altri, alla composizione degli impieghi e delle fonti, alla relazione tra elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale, al rapporto tra specifiche configurazioni di reddito e di capitale);
- i prospetti delle variazioni intervenute nella composizione delle immobilizzazioni e dei mezzi propri, che evidenziano come gli aumenti e le diminuzioni di classi patrimoniali abbiano influito sulla composizione del capitale di funzionamento e del patrimonio netto;
- i rendiconti finanziari dei flussi di capitale circolante netto e di liquidità, ovvero prospetti di sintesi in cui sono rappresentate le cause generatrici della variazione di definite risorse finanziarie o monetarie nel periodo considerato²⁰;
- gli indicatori riguardanti il valore economico del capitale, ossia il valore dell'impresa in ipotesi di funzionamento, che tiene conto della capacità prospettica di produrre reddito²¹;

²⁰ Cfr.: Teodori C. (1994), *La costruzione e l'analisi dei flussi finanziari e monetari. Il "rendiconto finanziario"*, Giappichelli, Torino, p. 15.

²¹ Gli Autori che hanno approfondito la nozione di valore economico del capitale d'impresa sono numerosi.

Zappa, abbandonando la concezione patrimonialistica dell'impresa, afferma che «nell'accezione caratteristicamente economica, il capitale non è un fondo di valori diversi sebbene coordinati, ma è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri». Ciò fa sì che il valore di un'impresa non dipenda dalla disponibilità di beni strumentali e di altri elementi del capitale, impiegati per ottenere i prodotti destinati alla vendita; al contrario, la dotazione patrimoniale acquista valore esclusivamente per effetto dei redditi che l'azienda può produrre, servendosi anche di quei beni. Si può affermare, inoltre, che esiste una relazione di complementarità tra i fattori che costituiscono il capitale e che concorrono alla formazione del reddito; di conseguenza, la capitalizzazione dei redditi attesi si traduce necessaria-

- i documenti finalizzati a “presentare” l’impresa in fase di prima quotazione (prospetto informativo) e quelli connessi alla sua valutazione in caso di operazioni straordinarie (fusione, cessione, scissione, conferimento di rami d’azienda, ...);
- i prospetti di determinazione della ricchezza generata e della relativa ripartizione tra gli interlocutori sociali²².

Ulteriori informazioni possono essere veicolate dalle imprese con finalità esplicative o per legittimare la validità dei documenti quantitativo-monetari: si pensi, ad esempio, alla relazione sulla gestione, alla relazione del collegio sindacale e a quella della società di revisione.

Trovano spazio inoltre, in un concetto allargato di comunicazione economico-finanziaria, anche le informazioni che aiutano a comprendere le modalità di persegui-

mente nel valore del complesso economico, che è unitario. Si veda al riguardo Zappa G. (1950), *Il reddito di impresa*, terza ristampa della seconda edizione, Giuffrè, Milano, p. 81 e ss.

Anche secondo Onida la valutazione del capitale economico dipende dalla capacità di reddito dell’impresa e può assumere valore negativo qualora le condizioni di gestione facciano prevedere perdite future. Scrive infatti l’Autore: «Se le prospettive di reddito risultano negative e l’azienda, pur non potendo fruttare che perdite deve, nondimeno, essere esercitata, il valore del capitale economico può divenire negativo: un’azienda, col vincolo dell’esercizio in perdita a tempo indefinito, infatti, non potrebbe essere economicamente assunta che contro il diritto di ottenere sovvenzioni bastevoli a coprire almeno le perdite d’esercizio». Cfr.: Onida P. (1962), *Economia d’azienda*, Utet, Torino, p. 730.

Il pensiero di Zappa trova piena continuità anche in quello di Masini, secondo il quale il capitale economico d’impresa è un valore unitario generato dai redditi prelevabili negli esercizi successivi, senza deteriorare l’economicità della gestione, ed avuto riguardo al saggio atteso di remunerazione dell’investimento. Per approfondimenti si rinvia a: Masini C. (1961), *L’ipotesi nella dottrina e nelle determinazioni dell’economia di azienda*, Giuffrè, Milano, 1961, p. 85 ss.

Si legge altresì in Ferrero: «[...] la nozione di capitale economico estrinseca, per definiti scopi di conoscenza, il modo di intendere il capitale dell’impresa in funzionamento come valore formatosi in connessione al congiunto divenire della gestione e del patrimonio nella dinamica economica dell’azienda di produzione per il mercato». Ferrero G. (1966), *La valutazione economica del capitale d’impresa*, Giuffrè, Milano, p. 1.

Con Guatri e la teoria del valore, la determinazione del capitale economico assume una nuova finalità: essa consente di osservare la “creazione” o la “distruzione” di valore che conseguono alla gestione d’azienda. Il valore di capitale economico costituisce pertanto una misura di performance. L’Autore afferma infatti che «“creare valore” significa accrescere la dimensione del capitale economico, cioè in breve il valore dell’impresa intesa come investimento». Il valore dell’impresa in funzionamento rappresenta quindi un parametro per il controllo e la gestione del valore nell’interesse degli stakeholder. Tra i diversi scritti dell’Autore sul tema si segnalano: Guatri L. (1991), *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano; Guatri L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano.

²² Si tratta di particolari forme di riclassificazione del conto economico che vengono generalmente elaborate all’interno di un documento più articolato, ossia il bilancio sociale, come suggerito dalle raccomandazioni di appositi gruppi di studio. L’obiettivo è evidenziare, in termini monetari, il beneficio che l’azienda ha saputo sviluppare per le diverse categorie di stakeholder grazie alla propria attività. Si vedano, ad esempio, le linee guida pubblicate dal GBS, Gruppo di Studio per il Bilancio Sociale (2001), *Principi di redazione del bilancio sociale*.

Ad ogni modo, i prospetti di determinazione e distribuzione della ricchezza generata, individuata nell’aggregazione di valori che porta al valore aggiunto, possono essere predisposti anche ai fini dell’analisi di bilancio. Cfr.: Teodori C. (2000), *L’analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, pp. 52-54.

mento dell'economicità aziendale e il ruolo assunto dall'impresa sul mercato: è il caso delle informazioni sulle strategie, sul business model, sulla quota di mercato e sui rapporti con le controparti commerciali.

Un altro insieme di informazioni – tipico delle società quotate – attiene all'andamento del titolo, agli studi degli analisti finanziari, alla determinazione di indicatori che spiegano la convenienza dell'investimento e che l'impresa ha interesse a diffondere.

Da ultimo, possono individuarsi alcuni messaggi specificamente diretti ad illustrare in termini principalmente descrittivi – ma senza trascurare la dimensione contabile, quando appaia significativa – le scelte aziendali che producono rilevanti effetti economici per gli stakeholder: ad esempio, tendono a diffondersi oggi il bilancio sociale, quello ambientale e quello di sostenibilità²³, nonché alcuni documenti tesi a far conoscere le regole di funzionamento degli organi d'impresa secondo principi di legalità, correttezza, trasparenza, competenza, indipendenza, eticità. Tra gli altri, si possono ricordare la relazione sulla corporate governance e i numerosi documenti rivolti all'organizzazione interna, ai quali le aziende decidono di dare maggiore visibilità anche all'esterno, come i codici etici ed i regolamenti che stabiliscono le procedure gestionali ed informative²⁴.

Ad evidenza, il complesso sistema di informazioni cui si è fatto cenno può essere ricondotto a differenti tipologie di informazioni, distinguendo tra:

a) informazioni obbligatorie e informazioni volontarie²⁵;

²³ È stato osservato in dottrina che alcune informazioni sugli “adempimenti sociali” delle imprese sono tuttavia ricavabili già dal bilancio d'esercizio (ad esempio: costi per impianti di depurazione; investimenti per la sicurezza e l'igiene del lavoro; salari corrisposti; imposte pagate; dividendi erogati). A maggior ragione si può pertanto affermare che il bilancio fornisca «una chiara e precisa comunicazione sullo stato complessivo dell'unità produttiva e sui criteri a cui si è ispirata la gestione». In tal senso è possibile identificare il “carattere poliedrico” della comunicazione aziendale, tesa a riflettere i vari aspetti che contraddistinguono l'attività di ciascuna impresa.

Per approfondimenti si rinvia a Bandettini A. (1981), “Responsabilità sociali dell'azienda e bilancio d'esercizio”, in *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano, p. 342.

²⁴ Cfr.: Salvioni D. M. (2003), “La comunicazione economico-finanziaria nell'evoluzione telematica dei flussi informativi”, in Salvioni D. M. e Teodori C. (a cura di), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, p. 31.

²⁵ È opportuno ricordare che, in letteratura, è stata individuata anche la categoria delle informazioni “derivate”. Tipicamente, queste sono riconducibili all'intervento di analisti finanziari che procedono ad una rielaborazione delle informazioni diffuse dall'impresa, a cominciare dai valori contabili di bilancio, per colmare il gap informativo tra i messaggi disponibili e le attese conoscitive degli stakeholder. Come precisa Di Stefano, «accanto ad una comunicazione “dovuta” ed a una comunicazione “voluta” esiste quindi una comunicazione “derivata” che, basandosi sui contenuti conoscitivi promananti dalle prime

- b) informazioni sistematiche e informazioni diffuse a fronte di situazioni eccezionali o problematiche;
- c) informazioni che vengono divulgate secondo tempi prestabiliti e ad intervalli regolari ed informazioni che richiedono continui aggiornamenti;
- d) informazioni prevalentemente consuntive e informazioni con ampi riferimenti previsionali.

Ciò non toglie che tutti i messaggi debbano promanare da un progetto di comunicazione integrata, intimamente coerente, che vada a configurare un insieme unitario e convergente di informazioni dirette ad instaurare un rapporto collaborativo con le diverse tipologie di pubblici, tale da agevolare la realizzazione della strategia aziendale in un orizzonte temporale non breve²⁶.

Da quanto affermato, discende anche l'importanza di armonizzare il complesso di comunicazioni esplicite, implicite e reattive veicolate all'ambiente²⁷. In sostanza, l'impresa deve comporre a sistema tutti i messaggi, verbali e non verbali, destinati agli stakeholder; più precisamente:

- a) le informazioni diffuse per scelta discrezionale degli organi aziendali o per l'adempimento di disposizioni esterne (informazioni esplicite);
- b) le informazioni che gli interlocutori possono acquisire osservando particolari comportamenti aziendali (informazioni implicite): ad esempio, le negoziazioni di azioni proprie possono segnalare la volontà di influenzare il prezzo di borsa del titolo²⁸;
- c) i messaggi attraverso i quali l'impresa cerca di rispondere a richieste conoscitive provenienti dall'esterno oppure a situazioni in cui si è trovata coinvolta in modo inconsapevole (informazioni reattive).

due classi, e rielaborandoli, "crea" nuova informazione». Cfr.: Di Stefano G. (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano, pp. 150-151.

Si può concludere, dunque, che la comunicazione derivata non proviene dall'impresa ma contribuisce ugualmente a trasmetterne un'immagine più o meno positiva e foriera di consensi.

²⁶ Cfr.: Salvioni D. M. (1992), *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 26.

Si consideri inoltre quanto afferma Di Stefano: «L'esistenza di una "politica dell'informazione" condotta dal soggetto economico induce però tutti i "riceventi" a valutare con particolare attenzione i flussi informativi che promanano dall'azienda; ad attuare in altri termini un'attività di revisione e di interpretazione dei dati aziendali che, partendo dal bilancio, investa tutte le informazioni rilasciate dall'impresa, verificandone i nessi logici e l'intima coerenza». Di Stefano G. (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano, p. 149.

²⁷ La classificazione è proposta in Quagli A. (2001), "L'informativa volontaria nel bilancio: ruolo, modalità e recenti tendenze", *Revisione contabile*, n. 41.

²⁸ Cfr.: Allegrini M. (2003), *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria. Principi e contenuti*, Giuffrè, Milano, p. 9.

3.4.1. L'obbligatorietà e la discrezionalità nella veicolazione dei messaggi

Si è già avuto modo di affermare che la divulgazione volontaria di messaggi a contenuto economico è riconducibile alla volontà dell'impresa di promuovere nell'ambiente una immagine forte, affermando i propri tratti distintivi e governando il processo di formazione della notorietà; tutto ciò va peraltro inquadrato nella costante ricerca di fiducia e consenso che dovrebbe muovere qualsiasi decisione dei vertici aziendali, anche quindi dal punto di vista delle politiche di informazione. L'attività di comunicazione agli stakeholder assume allora il significato di un investimento diretto a rafforzare l'attrattività dell'impresa²⁹.

Esistono, tuttavia, anche situazioni di fatto che inducono le imprese ad allargare i flussi informativi indirizzati agli stakeholder³⁰.

La dimensione aziendale è senz'altro rilevante: al crescere delle dimensioni dell'impresa, soprattutto se questo si verifica in ambito sovranazionale, aumentano in genere la numerosità e la varietà degli stakeholder. L'ingresso in un nuovo mercato, geograficamente lontano da quello di origine, richiede altresì uno sforzo comunicazionale intenso e coordinato, finalizzato a conquistare l'attenzione e la fiducia degli operatori locali sia sul mercato dei beni, sia in quello delle risorse finanziarie. L'esigenza di competere con le imprese locali può tradursi, inoltre, nell'adozione delle pratiche informative più diffuse e qualificanti presso quel mercato, affinché le attese conoscitive degli stakeholder non rimangano deluse³¹.

Un'altra motivazione che può indurre le imprese ad ampliare e migliorare la comunicazione volontaria si ravvisa nella crescente competizione per acquisire i mezzi finanziari sul mercato borsistico. Soprattutto nei contesti economici come quello italia-

²⁹ Cfr.: Coda V. (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 7.

³⁰ Si veda in proposito Alvino F. (2001), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, Giappichelli, Torino, p. 12.

³¹ Ad esempio, sulla base dei risultati di una recente ricerca si può ipotizzare che un'impresa statunitense intenzionata a presentarsi sul mercato europeo sia indotta a potenziare la propria comunicazione sul background aziendale e sulla strategia, per adeguarsi al comportamento delle imprese locali. Per approfondimenti e comparazioni sulla comunicazione economico-finanziaria delle società quotate in Italia, negli altri mercati europei e negli Stati Uniti, diffusa via Internet, si rimanda a Veneziani M. (2004), "La comunicazione ai mercati finanziari delle società quotate: un confronto internazionale", in Teodori C. (a cura di), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*, FrancoAngeli, Milano, p. 117 e ss., nonché a Teodori C. (2004), "La comparazione internazionale", p. 135 e ss. nello stesso volume.

no, dove per lungo tempo hanno nettamente prevalso le relazioni con le banche, è pressante la necessità di instaurare un rapporto positivo con gli azionisti e con gli investitori istituzionali, rapporto che deve essere improntato, naturalmente, ad una elevata trasparenza e che presuppone parità di informazione per tutti gli interlocutori sociali.

In particolar modo per le imprese quotate, lo sviluppo di una buona reputazione è fonte di credibilità e può aiutare l'azienda ad acquisire risorse sul mercato anche nei momenti in cui le performance non appaiono brillanti.

Ad ogni modo, non si può ignorare il fatto che la progressiva affermazione dei mercati borsistici – accentuata dai fenomeni di globalizzazione economica – abbia reso sempre più labile il confine tra la comunicazione obbligatoria e quella volontaria. Infatti, specifici documenti la cui predisposizione era lasciata, in passato, all'autonomia delle aziende sono diventati oggi obbligatori, come condizione per operare nei mercati di borsa³². La loro mancata diffusione costituisce una violazione degli obblighi informativi imposti agli emittenti e, quindi, non produce più la sola conseguenza di penalizzare la capacità valutativa degli stakeholder per incompletezza degli elementi sulla base dei quali formulare un giudizio.

Nel complesso, sembra che la nuova impostazione che organismi come Borsa Italiana e Consob, per il nostro paese, hanno attribuito alla comunicazione delle società quotate, voglia ridurre la distanza tra le imprese e gli azionisti che non prendono parte attiva nelle vicende societarie; più precisamente, si richiede ai vertici aziendali di rendere note al pubblico informazioni ed operazioni che potrebbero recare un ingiustificato vantaggio agli shareholder di maggioranza e a coloro che occupano posizioni apicali nelle imprese. In tale ambito è importante ricordare, in particolare, gli obblighi informativi in materia di operazioni con parti correlate, informazioni *price sensitive* e regole sull'*internal dealing*.

Si considerano operazioni con parti correlate quelle realizzate tra l'impresa ed un soggetto che:

- riveste un ruolo direttivo o di controllo nella società;

³² Cfr.: Cattaneo C. (2004), "L'informativa per i mercati finanziari in una prospettiva internazionale", in Demartini P. (a cura di), *Informazione, imprese e mercati finanziari efficienti. Spunti di riflessione in una prospettiva multidisciplinare*, FrancoAngeli, Milano, p. 131.

- intrattiene rapporti di natura personale, economica o di proprietà azionaria con l'impresa o con un soggetto che riveste incarichi direttivi o di controllo nella stessa.

Le operazioni con parti correlate devono essere comunicate al mercato, per espressa richiesta della Consob³³, poiché potrebbero essere effettuate in maniera tale da soddisfare gli interessi particolari della controparte dell'impresa. In questi casi, emerge l'esigenza di garantire alla comunità finanziaria, a partire dagli shareholder di minoranza, una informazione adeguata a dimostrare che le operazioni si sono svolte secondo correttezza formale e sostanziale. In altri termini, l'impresa ha seguito procedure prestabilite, coinvolgendo l'intero consiglio di amministrazione e, eventualmente, esperti indipendenti che hanno verificato il rispetto dei principi legali, economici e tecnici secondo i quali si è svolta l'operazione, in piena armonia con le normali condizioni di mercato: tutto ciò dovrebbe assicurare, infatti, che il rapporto tra l'impresa e la parte correlata non abbia determinato un effettivo trasferimento di ricchezza dalla prima alla seconda, con danno per gli azionisti e gli altri stakeholder esterni.

Per quanto attiene alle informazioni *price sensitive*, il problema si pone in termini di parità di conoscenze sull'impresa offerte a tutti gli operatori di mercato. In effetti, alcuni fenomeni possono comportare una variazione significativa nelle prospettive economiche, finanziarie e patrimoniali dell'impresa e si prestano ad influenzare l'andamento dei suoi titoli in borsa non appena siano resi noti al mercato. Poiché la conoscenza di tali fenomeni caratterizza le persone che, all'interno dell'impresa, occupano specifiche cariche (negli organi di governo, di direzione e di controllo) o sono investite di particolari funzioni (ad esempio nell'ambito della pianificazione strategica o delle investor relator), è necessario neutralizzare la posizione più vantaggiosa di tali soggetti.

Ciò richiede, innanzitutto, un obbligo formale alla riservatezza sulle informazioni acquisite per effetto del ruolo ricoperto in azienda: ad evidenza, è fondamentale che a tale scopo si impegnino direttamente i massimi organi dell'impresa, fissando un esplicito divieto a diffondere le notizie per via informale o, addirittura, a trarre un vantaggio personale grazie alla conoscenza privilegiata di cui si dispone. Del pari, l'impresa

³³ In base all'art. 71-bis del Regolamento 11971/99 della Consob e successive integrazioni e modifiche, l'emittente deve divulgare al mercato le informazioni sulle operazioni con parti correlate. Per adempiere all'obbligo, l'emittente è tenuto a compilare un apposito prospetto informativo, da depositare presso la sede sociale e la società di gestione del mercato; dell'avvenuto deposito deve altresì dare immediata notizia attraverso la pubblicazione su almeno un quotidiano a diffusione nazionale.

deve definire una procedura ufficiale per la comunicazione al mercato delle informazioni *price sensitive*, come forma di equità di trattamento nei confronti di tutti gli investitori, e procedere alla divulgazione delle informazioni come previsto da Consob e Borsa Italiana³⁴.

Allo stesso modo, in tema di *internal dealing* è stabilito che la società dia notizia delle operazioni di importo significativo effettuate, sui titoli quotati, dalle persone rilevanti (amministratori, sindaci, direttori generali e, più genericamente, i soggetti che hanno accesso alle informazioni riservate e *price sensitive*)³⁵: così facendo, si garantisce alla comunità finanziaria la possibilità di acquisire consapevolezza sulle strategie di investimento mobiliare messe in atto da coloro che hanno una conoscenza diretta sull'impresa e che possono essere interessati ad acquisirne il controllo azionario.

3.4.2. La sistematicità dei messaggi

La distinzione tra disclosure obbligatoria e volontaria riveste certamente un ruolo essenziale per definire le politiche di comunicazione dell'impresa e le modalità adottate nella gestione del rapporto con l'ambiente. Tuttavia, non vanno trascurati altri elementi che contribuiscono a far comprendere l'atteggiamento dei vertici aziendali di fronte alle attese informative degli stakeholder e che si prestano a segnalare l'effettiva diffusione della cultura della trasparenza negli organi di governance dell'impresa.

³⁴ Per quanto riguarda le informazioni su eventi e circostanze rilevanti, tra le quali si collocano le informazioni *price sensitive*, Consob stabilisce che il pubblico debba essere informato senza indugio anche se i fatti non sono ancora stati formalizzati. La comunicazione è indirizzata a Borsa Italiana (che la rende immediatamente disponibile al mercato) e a due agenzie di stampa. Inoltre, il comunicato deve essere contestualmente inserito e conservato per almeno due anni nel sito Internet della società. Si veda in proposito l'art. 66 del Regolamento Emittenti di Consob in vigore dal 1° gennaio 2006.

Il Regolamento, all'art. 68, prevede i medesimi obblighi procedurali nel caso in cui l'impresa sia intenzionata a divulgare dati previsionali, obiettivi quantitativi concernenti le attività aziendali e dati contabili di periodo, dopo averne verificato la conformità all'effettivo andamento della gestione.

³⁵ In base alle Istruzioni al Regolamento di Borsa (Sezione IA.2.16), le società devono rendere note al mercato le operazioni effettuate dalle persone rilevanti, che hanno ad oggetto:

- a) strumenti finanziari quotati emessi dall'emittente o da sue controllate, escluse le obbligazioni non convertibili;
- b) strumenti finanziari, anche non quotati, che attribuiscono il diritto di sottoscrivere, acquistare o vendere gli strumenti di cui al punto precedente;
- c) strumenti finanziari derivati, nonché covered warrant, aventi come attività sottostante gli strumenti finanziari di cui alla lettera a), anche quando l'esercizio avvenga attraverso il pagamento di un differenziale in contanti.

In proposito, è utile richiamare la distinzione tra comunicazione economica sistematica e non sistematica³⁶.

La prima si compone dei messaggi veicolati agli interlocutori sociali con regolarità, per periodi sufficientemente estesi e con la finalità di garantire un adeguato supporto alla realizzazione dell'orientamento strategico di fondo. Ad evidenza, la comunicazione sistematica è strettamente funzionale alla formazione di un consenso dalle solide basi attorno al progetto imprenditoriale e, in quanto tale, presuppone elevati livelli di trasparenza come condizione per instaurare relazioni fiduciarie con l'ambiente.

Solitamente si tende a far coincidere la comunicazione sistematica con l'informativa di bilancio, andando a comprendere in quest'ultima anche le relazioni semestrali e trimestrali: in questo senso, l'attenzione è rivolta alla tempificazione prestabilita dei messaggi. Ciononostante, si ritiene doveroso sottolineare l'importanza rivestita da numerose altre forme di comunicazione economica che dovrebbero assumere carattere sistematico.

In primo luogo, non vanno trascurate le informazioni, non necessariamente contabili, divulgate con orientamento prospettico per consentire agli attori sociali di prendere coscienza degli obiettivi perseguiti dall'azienda e quindi dei risultati da cui essi stessi potranno trarre beneficio. Ancora, le informazioni sulle strategie e sugli investimenti possono influenzare le decisioni d'impiego del risparmio e della raccolta, rispettivamente da parte dei conferenti capitale di rischio e degli istituti di credito.

Nel complesso, si tratta di informazioni che richiedono uno sforzo iniziale da parte dell'impresa nell'impostare la politica di comunicazione, quando vengono definiti gli obiettivi o delineate le strategie; successivamente, risulta fondamentale rinnovare l'impegno secondo logiche di efficace apertura e di coinvolgimento degli stakeholder, offrendo a questi ultimi tutti gli elementi utili per la valutazione dell'operato aziendale in rapporto agli obiettivi dichiarati. A tale scopo, i vertici aziendali dovrebbero informare le differenti tipologie di pubblico, ad intervalli temporali relativamente brevi, su quanto è stato fatto e su come si sta evolvendo la gestione rispetto alla situazione di partenza. Alla divulgazione iniziale di informazioni prospettiche, dunque, dovrebbero fare seguito comunicazioni periodiche, di carattere sistematico, idonee a consentire la valutazione dell'operato dei vertici rispetto agli obiettivi già resi noti al pubblico.

³⁶ Cfr.: Salvioni D. M. (1992), *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 40.

Nell'ambito descritto, le informazioni economiche consuntive costituiscono il necessario parametro di confronto per esprimere un giudizio sulla conformità tra gli obiettivi ed i risultati. Assumono rilievo, pertanto, i documenti periodici obbligatori.

I bilanci e le relazioni infrannuali dovrebbero essere concepiti dai vertici aziendali, infatti, come validi strumenti per preservare le interrelazioni con l'ambiente. L'insieme dei messaggi periodicamente divulgati dall'impresa dovrebbe costituire, pertanto, un sistema integrato di comunicazioni volto a dimostrare la corrispondenza tra gli impegni assunti e le performance realizzate, tenendo sempre conto delle attese confluenti in azienda.

Le comunicazioni non sistematiche, per contro, hanno luogo in coincidenza con eventi particolari, non sempre preordinabili e che, in ogni caso, devono essere affrontati con un approccio contingente e per mezzo di comunicazioni specifiche da parte degli organi di governo. In caso contrario, potrebbero prodursi conseguenze rilevanti, e non soltanto di breve momento, sulla relazione tra l'impresa e gli stakeholder.

Tra le comunicazioni non sistematiche si possono ricordare quelle finalizzate a gestire situazioni critiche per il loro impatto sugli interlocutori e sull'ambiente e quelle che assumono rilievo in momenti di discontinuità nella gestione dell'impresa.

Le comunicazioni veicolate in corrispondenza di fatti critici hanno solitamente una portata piuttosto ampia, che supera la mera rappresentazione dell'equilibrio reddituale, finanziario e patrimoniale della gestione aziendale. In genere, tali comunicazioni investono l'impresa a tutto tondo, in quanto sono finalizzate a confermare la fiducia degli stakeholder anche di fronte a fenomeni sfavorevoli (inquinamento ambientale; dannosità dei prodotti; tensioni nelle relazioni industriali; crisi finanziarie; ...). Esse costituiscono pertanto la reazione dell'impresa finalizzata a preservare le condizioni di economicità duratura anche in un contesto divenuto sfavorevole; richiedono flessibilità e capacità di adattamento continuo alle mutevoli richieste di informazione, esplicite ed implicite, provenienti dall'esterno; infine, devono presentare coerenza ed integrazione con le altre forme di comunicazione contemporaneamente attivate, al fine di contribuire all'affermazione di una immagine unitaria dell'azienda.

La comunicazione non sistematica trova realizzazione, inoltre, in occasione di cambiamenti strategici – tra i quali può farsi rientrare anche la decisione di quotare la

società in borsa – e di modificazioni rilevanti negli assetti proprietari³⁷. Tipico è il caso delle operazioni straordinarie di fusione, acquisizione, scissione, cessione. In tali situazioni la necessità di garantire la completezza delle informazioni per gli azionisti e gli altri interlocutori profondamente interessati al buon funzionamento delle unità produttive (ad esempio, fornitori e clienti che operano in rapporto di co-makership con l'azienda) porta i vertici aziendali a strutturare appositi flussi comunicazionali con carattere non ripetitivo, altamente focalizzati sulle problematiche emergenti dal cambiamento in atto³⁸. In particolare, si rende indispensabile rassicurare i soci sull'equità dei rapporti di concambio e, quindi, sulla conservazione del valore dei loro investimenti nelle imprese coinvolte nell'operazione.

Si osservi, viceversa, che un possibile trasferimento del capitale di controllo per effetto di un tentativo di takeover esterno non richiederebbe una comunicazione analoga a quella che accompagna un'operazione straordinaria e che rientra in un progetto strategico di fondo ben chiaro ai vertici aziendali. Nel caso di una scalata in borsa, infatti, il cambiamento negli assetti proprietari non sarebbe desiderato; pertanto, gli organi di governo si troverebbero costretti a reagire con flussi informativi contingenti adatti a ripristinare la fiducia dell'azionariato (in modo particolare nelle public company) e del mercato in generale, che possono nutrire dubbi sulle capacità di gestione del management attuale.

È opportuno precisare che tra le comunicazioni di carattere non sistematico si possono far rientrare anche quelle relative alle operazioni con parti correlate e alle negoziazioni sui titoli della società compiute da persone rilevanti. In effetti, il verificarsi di tali eventi non è preordinabile dall'azienda e richiede una tempestiva comunicazione al mercato, in ottemperanza degli obblighi informativi precedentemente trattati. Le

³⁷ Con riferimento ai flussi informativi erogati in concomitanza con la prima quotazione, con le operazioni straordinarie, con le offerte pubbliche di acquisto e di vendita, nonché con la liquidazione dell'impresa, Allegrini parla di comunicazioni "straordinarie". Cfr.: Allegrini M. (2003), *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria. Principi e contenuti*, Giuffrè, Milano, p. 11.

³⁸ Per le operazioni in oggetto è pretesa la redazione e la diffusione di un prospetto informativo, che offra una rappresentazione chiara ed esauriente delle caratteristiche dell'azienda e dei suoi titoli, oltre alla spiegazione degli obiettivi perseguiti e agli elementi di convenienza riscontrabili nell'operazione. L'analiticità del documento è cruciale per realizzare l'operazione in condizioni di massima trasparenza.

Gli obblighi informativi sono previsti dall'art. 113 del D.lgs. 58/98 (ammissione alla quotazione), dagli artt. 2501-sexies, 2504-octies e 2504-novies del codice civile (fusione, scissione) e dal Regolamento Emittenti di Consob (anche per quanto riguarda acquisizione e cessione).

comunicazioni di tipo *price sensitive* tendono, invece, a presentare una maggiore continuità³⁹.

In conclusione, si ritiene utile ricordare che la diffusione della cultura della trasparenza negli organi istituzionali può influenzare le caratteristiche delle informazioni sistematiche e non sistematiche. In effetti, l'esistenza di un atteggiamento aperto verso gli stakeholder, quale condizione per il mantenimento della fiducia, tenderà a favorire la veicolazione di messaggi frequenti e fra loro coordinati, tesi a rafforzare l'immagine aziendale. Le informazioni non sistematiche potranno così inserirsi in un consolidato progetto di interazione con l'ambiente, che ne agevolerà il recepimento da parte degli interlocutori sociali, anche in presenza di situazioni critiche.

3.4.3. L'orientamento temporale dei messaggi

Da ultimo, si considera la distinzione tra messaggi predisposti prevalentemente con orientamento al passato e messaggi contenenti riferimenti di carattere prospettico⁴⁰.

È noto che il bilancio presenta essenzialmente carattere consuntivo, pur contenendo, nella relazione che lo correda, alcuni riferimenti all'evoluzione prevedibile della gestione⁴¹. Una critica talora mossa al sistema di bilancio si fonda proprio su questo suo radicamento alla gestione passata; senza dubbio, ciò è essenziale per offrire una rappresentazione veritiera e verificabile dell'attività aziendale, tuttavia non risponde in misura sufficiente all'esigenza degli stakeholder di valutare le condizioni attuali dell'azienda e di stimare compiutamente le dinamiche future.

³⁹ Cfr.: Alvino F. (2001), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, Giappichelli, Torino, p. 21.

⁴⁰ Sull'informativa previsionale, o forward-looking information, si veda in particolare: Quagli A. (2004), *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, FrancoAngeli, Milano.

⁴¹ Trattando della relazione sulla gestione, Andrei ricorda che le informazioni sui fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio e sull'evoluzione prevedibile della gestione «oltre ad avvalorare o, al contrario, destituire di fondamento i criteri di valutazione assunti dagli amministratori in sede di formulazione delle stime e congetture di fine esercizio, rivestono un peso notevole nell'ambito della complessiva informazione di bilancio, anche in relazione al divario temporale esistente tra il momento di pubblicazione del bilancio stesso e il periodo amministrativo cui esso è riferito. [...] In questo scenario, è allora evidente come le informazioni concernenti le ipotesi previsionali sull'evoluzione della gestione aziendale rivestano un ruolo non sopprimibile in alcun caso, in quanto solo grazie a una loro attenta formulazione (e conseguente lettura) è resa possibile un'investigazione dell'economicità caratterizzante la gestione d'impresa che non abbia a rivelarsi incompleta e intempestiva». Andrei P. (2000), "La struttura e il contenuto del bilancio di esercizio", in Andrei P., Azzali S., Fellegara A. M., Orlando E., *Il bilancio di esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano, pp. 103-104.

Le decisioni degli operatori economici tengono conto non solo di ciò che l'impresa ha fatto ma anche della sua capacità di produrre ricchezza in futuro. L'andamento passato della gestione può rassicurare sulla bontà degli obiettivi perseguiti e raggiunti, svolgendo una funzione di rendicontazione; ad ogni modo, sul giudizio di allocazione delle risorse incidono pure le prospettive dell'impresa, che tendono a dominare quando l'interlocutore è intenzionato ad attivare un rapporto di non breve durata con la stessa⁴². L'informativa prospettica, in effetti, si presta a ridurre il grado di incertezza che contraddistingue il mercato e può contribuire a renderlo più efficiente.

Le informazioni che meglio possono soddisfare le attese degli stakeholder attengono alle strategie, ai risultati attesi e ai rischi. Attraverso la comunicazione delle strategie, l'impresa rende noto al pubblico il posizionamento che mira ad acquisire nell'ambiente ed in funzione del quale definisce i propri obiettivi. L'ottenimento dei risultati desiderati può essere però ostacolato dal concretizzarsi di elementi di rischio, interni o esterni all'azienda; per questo fatto, l'impresa che intende costruire rapporti fiduciari nel medio-lungo termine con i propri interlocutori è responsabile di far conoscere, con trasparenza ed obiettività, tutti i fenomeni potenzialmente in grado di influire sull'efficacia della gestione e delle relazioni con gli stakeholder.

L'informativa previsionale, nel contesto italiano, non presenta generalmente carattere obbligatorio. In effetti, sono limitati i casi in cui le imprese sono tenute a diffondere al mercato comunicazioni prospettiche, se si esclude quanto già ricordato a proposito della relazione sulla gestione. Le situazioni in cui esiste un obbligo di questo tipo sono riconducibili a circostanze ben definite, quali: le offerte pubbliche di acquisto e di scambio; le operazioni straordinarie; le sollecitazioni all'investimento. Nell'ambito delle operazioni citate, è importante che l'impresa porti a conoscenza degli interlocutori, attraverso un adeguato prospetto informativo, le proprie previsioni sugli andamenti gestionali con riferimento all'attività caratteristica (a seconda del settore, si avranno informazioni su produzione, vendita, raccolta e impiego del denaro,

⁴² In certi casi, l'interlocutore è messo nelle condizioni di formulare autonomamente una previsione sull'andamento futuro dell'azienda, partendo ad esempio dalle informazioni che essa ha veicolato in relazione al proprio profilo, ai rapporti con l'ambiente, alle caratteristiche e alle tendenze evolutive di quest'ultimo. Nell'ambito di tali analisi, lo stakeholder che si trova a rielaborare precedenti comunicazioni dell'impresa dovrà tenere conto in particolare dei suoi fattori critici di successo, della concorrenza e del sistema di opportunità e minacce di cui l'azienda abbia dato conto nei documenti diffusi presso il pubblico.

portafoglio assicurativo, ecc.), ai programmi di investimento e di relativo finanziamento e alla probabile evoluzione dei prezzi di mercato.

Per venire incontro alle esigenze valutative degli stakeholder e per agevolare un dialogo proficuo, alle imprese è inoltre lasciata la facoltà di divulgare al mercato le informazioni prospettiche che ritengano più opportune. Tuttavia, si pone la necessità di tutelare il mercato stesso imponendo il rispetto dei principi irrinunciabili di correttezza e chiarezza della comunicazione economico-finanziaria⁴³.

In particolare, le informazioni prospettiche devono essere accompagnate da una esaustiva illustrazione delle ipotesi che hanno portato alla loro formulazione, mettendo in evidenza i fattori non controllabili dall'impresa che potrebbero comportare una variazione dei risultati effettivi rispetto a quelli preventivati e comunicati al mercato⁴⁴.

Il dovere di verificare la coerenza tra previsioni diffuse e risultati in corso di formazione è comunque imposto anche da Consob, che interviene così a vincolare il comportamento delle società quotate che abbiano in precedenza optato per la divulgazione di dati previsionali ed obiettivi quantitativi concernenti l'andamento della gestione. Infatti, alle imprese è fatto obbligo di informare tempestivamente il mercato qualora riscontrino scostamenti rilevanti rispetto alla previsione⁴⁵.

Infine, è buona norma che l'emittente verifichi anche la corrispondenza tra i risultati in corso di formazione e le aspettative che il mercato – attraverso gli analisti finanziari – ha formulato sulla base delle informazioni previsionali inizialmente diramate dall'impresa stessa. In altri termini, l'efficacia della comunicazione prospettica è condizionata dal monitoraggio che l'azienda ha la responsabilità di realizzare con continuità tanto sull'andamento effettivo della gestione, quanto sulla formazione delle opinioni all'interno del mercato ("consenso di borsa"). In relazione a queste ultime, può risultare assai opportuno che l'impresa segnali agli stakeholder i nominativi degli ana-

⁴³ Si veda al riguardo il Principio n. 6 in Forum ref. sull'informativa societaria (2002), *Guida per l'informazione al mercato*, giugno. Il documento è frutto degli sforzi congiunti di Borsa Italiana, Aiaf, Assogestioni e Assonime diretti a migliorare l'informazione sulle società quotate e costituisce un importante esempio di autodisciplina nella comunicazione economico-finanziaria, mosso «dalla constatazione dell'interesse delle singole parti in causa, emittenti, società di gestione del mercato, gestori del risparmio, analisti, intermediari, per un'adeguata e corretta informazione che assicuri al mercato una qualità dalla quale tutti traggono vantaggio. Un interesse pubblico che non può esprimersi solo attraverso la regolamentazione di legge ma deve anche emergere da una pratica riconosciuta come conveniente dalla comunità finanziaria» (p. 3).

⁴⁴ Per maggior cautela, la *Guida* del Forum raccomanda agli emittenti di segnalare in maniera esplicita quali informazioni presentano carattere previsionale.

⁴⁵ Così è disposto dal Regolamento Emittenti, art. 68.

listi che sottopongono con continuità e professionalità i suoi titoli ad attività di studio ed analisi.

3.5. Gli strumenti per la veicolazione dei messaggi

In precedenza è stato affermato che l'efficacia della comunicazione agli stakeholder presuppone una calibrata selezione dei contenuti e degli strumenti impiegati per la divulgazione dei messaggi. Dopo aver approfondito l'analisi dei contenuti, si desidera spostare l'attenzione sulle modalità di veicolazione delle informazioni, che negli ultimi anni si sono arricchite grazie all'avanzamento delle tecnologie informatiche e telematiche ed al sempre più intenso utilizzo che ne viene fatto da parte degli attori sociali. Si ritiene opportuno precisare, al riguardo, che la vastità degli interessi coinvolti nel governo delle imprese costituisce uno stimolo, soprattutto per quelle di grandi dimensioni ed in particolare per le società quotate, ad impiegare efficacemente gli strumenti telematici per interagire con gli stakeholder, al di là dei vincoli regolamentari talora esistenti.

In termini generali, le modalità attuative della comunicazione d'impresa indirizzata agli stakeholder esterni – a prescindere dall'oggetto dei messaggi – si distinguono in personali, impersonali e telematiche⁴⁶.

Le forme personali si realizzano mediante l'interazione diretta e immediata tra l'emittente e il destinatario, i quali devono essere presenti contemporaneamente in uno stesso posto ovvero instaurare un confronto simultaneo di altra natura. La presenza contestuale dei due soggetti consente uno scambio di informazioni formali ed informali, altamente personalizzate in funzione del feedback proposto dal destinatario nel corso della comunicazione. In questo senso, il contatto personale garantisce un'elevata efficacia dei messaggi scambiati, poiché l'emittente può adattare il flusso informativo alle esigenze manifestate dall'interlocutore, in modo più o meno esplicito: in altri ter-

⁴⁶ Sul tema si rinvia a Salvioni D. M. (1992), *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, pp. 36-38.

Come precisato, le modalità attuative della comunicazione sono indipendenti dalla tipologia di informazione veicolata: economico-finanziaria, sull'identità aziendale, sulle strategie, sulle strutture e i processi di governance, sull'impatto sociale ed ambientale dell'attività, sui prodotti (anche con scopi commerciali), ecc.

mini, la comunicazione personale può svolgersi secondo un'impostazione differente rispetto a quella prescelta dall'emittente all'inizio, perlomeno per quanto attiene all'ordine e al grado di approfondimento dei contenuti.

Nell'ambito delle comunicazioni di tipo personale, si consideri l'esempio di un'impresa intenzionata ad accendere un mutuo, la quale mette a disposizione della banca un complesso di informazioni che va successivamente ad integrare in base all'effettivo fabbisogno conoscitivo dell'ente erogatore del credito. Ancora, si possono ricordare i casi di aziende che puntano a realizzare forme di collaborazione sistematica e privilegiata e che si scambiano informazioni via via più specifiche a seconda dei fenomeni che, in fase di valutazione congiunta tra le parti, sembrano rivestire la massima importanza e criticità per il buon esito della relazione.

Al contrario, le forme impersonali di comunicazione non sono vincolate alla compresenza dei soggetti. Esse assumono una portata generalizzata, presentano informazioni sostanzialmente uguali per tutti i destinatari e sono scarsamente modificabili, se non in tempi relativamente lunghi. Infatti, le comunicazioni impersonali si basano sovente sulla pubblicazione di documenti cartacei che vengono diffusi presso il pubblico, variamente selezionato. L'adattamento ai fabbisogni informativi dei destinatari può avvenire, dunque, soltanto a fronte di una reazione attiva di questi ultimi, nel caso in cui siano disposti ad addossarsi gli sforzi (ed eventualmente i costi) per realizzare un successivo contatto diretto con l'impresa, al fine di richiedere chiarimenti, approfondimenti o informazioni ulteriori.

Numerosi messaggi sono diffusi dall'impresa in forma impersonale: tra gli altri, si ricorda in questa sede il documento principale dell'informativa veicolata all'ambiente dall'azienda, ossia il tradizionale fascicolo di bilancio in forma cartacea.

Negli ultimi anni l'ampia disponibilità di tecnologie informatiche e telematiche ha profondamente influenzato le modalità di comunicazione delle aziende con gli stakeholder effettivi e potenziali; più precisamente, si sta riscontrando una crescente diffusione di modalità telematiche per l'attuazione dei processi di comunicazione⁴⁷.

⁴⁷ L'utilizzo di supporti informatici e telematici nella comunicazione aziendale non è del tutto nuovo. Il principale cambiamento riguarda, piuttosto, i destinatari delle informazioni veicolati mediante tali strumenti.

Fino ad alcuni anni fa la strumentazione telematica trovava impiego soprattutto nelle comunicazioni intra-organizzative, al fine di consentire una forte condivisione delle informazioni da parte di tutto

Trovano oggi vasto impiego forme di comunicazione telematica che allargano sensibilmente la numerosità dei destinatari che possono accedere alle informazioni, senza per questo rinunciare completamente ai vantaggi che derivano da un certo grado di personalizzazione delle comunicazioni.

Le nuove forme di comunicazione telematica fanno ricorso ai siti Internet aziendali, predisposti per instaurare rapporti maggiormente interattivi con un numero sempre crescente di interlocutori sociali, portatori di interessi specifici e dei connessi fabbisogni informativi⁴⁸. La comunicazione via Internet, in effetti, tende a coniugare talune caratteristiche delle modalità personali ed impersonali di divulgazione delle informazioni, in quanto:

- può essere strutturata dall'impresa in maniera tale da permettere a ciascuno stakeholder di ricercare, all'interno di una base comune di informazioni (generalizzazione degli argomenti), gli elementi che meglio riescono a soddisfare le sue particolari esigenze conoscitive, selezionando il percorso di acquisizione dei contenuti che gli è più consono (personalizzazione);
- mediante appositi strumenti (ad esempio, l'e-mail e la chat), mette il destinatario delle informazioni nella condizione di sollecitare un ulteriore inserimento di messaggi da parte dell'impresa.

La rete telematica costituisce un valido supporto per la comunicazione agli stakeholder e non presenta limiti significativi dal punto di vista dei contenuti veicolabili; questi sono essenzialmente riconducibili ad alcune aree principali, che l'impresa può organizzare ed arricchire in via del tutto discrezionale: informazioni istituzionali, con particolare riferimento a quelle sull'identità aziendale, economico-finanziarie in senso

l'organismo personale. Oggi, una quantità consistente di informazioni "esce" dalle aziende e può essere acquisita dal pubblico grazie alla rete Internet.

⁴⁸ Tra i numerosi contributi focalizzati sull'impiego di Internet nella comunicazione delle imprese agli stakeholder – con particolare riferimento alla comunicazione economica – si segnalano: Teodori C. (2000), "Le imprese quotate e la comunicazione economica su Internet", Quaderno ASFIM, *Analisi Finanziaria*, n. 40; Quagli A. (a cura di) (2001), *Internet e la comunicazione finanziaria*, FrancoAngeli, Milano; Perfumo S., Quagli A. e Teodori C. (2002), "Comunicazione finanziaria e tecnologie Internet", *Irtop*, n. 1-2; Salvioni D. M. e Teodori C. (a cura di) (2003), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano; Avallone F. e Veneziani M. (2003), *Models of financial disclosures on the Internet: a survey of Italian companies*, paper n. 24 del Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi di Brescia, gennaio; Teodori C. (2004), *La comunicazione via web delle imprese italiane quotate: un quadro d'insieme*, paper n. 37 del Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi di Brescia, dicembre; Teodori C. (a cura di) (2004), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*, FrancoAngeli, Milano; Quagli A. e Teodori C. (a cura di) (2005), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Gli strumenti e gli intermediari*, FrancoAngeli, Milano.

stretto, sulla corporate governance e sull'impegno socio-ambientale; informazioni di carattere commerciale; informazioni prevalentemente destinate all'organismo personale (attuale o futuro). Internet, pertanto, può risultare particolarmente efficace nella gestione di una pluralità di relazioni con differenti categorie di attori sociali.

La veicolazione delle informazioni attraverso il sito Internet dell'azienda presenta alcune peculiarità, che vanno ad integrare i tradizionali requisiti di efficacia della comunicazione aziendale dal lato dell'emittente:

- la trasparenza informativa, adeguatamente combinata con le esigenze di riservatezza dell'impresa stessa;
- la tempestività, che non può tuttavia andare a discapito della correttezza e dell'attendibilità dei contenuti;
- la selettività delle informazioni trasmesse, ragionevolmente predisposte in funzione degli interessi esterni ma sempre con un approccio ispirato alla massima obiettività.

Ai caratteri sopra individuati, lo strumento telematico permette di aggiungerne altri che sono potenzialmente in grado di migliorare le modalità di diffusione e di presentazione delle informazioni da parte dell'azienda, nonché di sollecitare una pronta reazione del ricevente. Quest'ultimo viene a configurarsi pertanto come un utente attivo dei messaggi, nel momento in cui decide di accedere al sito web, di consultarlo secondo le modalità che predilige e di attivare forme ulteriori di interazione con l'azienda⁴⁹.

Il requisito della interattività, appena richiamato, rappresenta una tipica caratteristica di Internet. La rete collega infatti l'emittente ed il destinatario delle informazioni, sollecitando la risposta di quest'ultimo mediante opportuni strumenti. La selezione dei link da consultare, la partecipazione ai forum e alle chat, l'invio di e-mail all'azienda per richiedere chiarimenti e informazioni aggiuntive o per fornire suggerimenti, o addirittura per acquistare on line i prodotti, sono i principali esempi di interattività della comunicazione via Internet che, come anticipato, fa del ricevente un vero e proprio utilizzatore del sito.

Il sito web presenta, inoltre, il carattere della ipertestualità, poiché contiene collegamenti tra le sezioni (normalmente predisposte in formato Html⁵⁰) e talvolta interni

⁴⁹ Per approfondimenti sul tema si rinvia a Salvioni D. M. (2003), "La comunicazione economico-finanziaria nell'evoluzione telematica dei flussi informativi", in Salvioni D. M. e Teodori C. (a cura di), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, p. 35.

⁵⁰ Il formato Html (HyperTextual Markup Language) consente di "navigare" all'interno del sito.

ai documenti (che possono essere disponibili anche in formato Pdf⁵¹). In altri termini, la tecnologia Internet permette all'utente di spostarsi da un'informazione all'altra con estrema facilità ed in tempi assai ridotti, accedendo fra l'altro a parti del sito e a documenti la cui consultazione dovrebbe avvenire in successione logica, per similarità dei contenuti o per motivi di approfondimento. Ad evidenza, è compito dell'impresa predisporre gli appositi link, sia per invogliare l'utente a rimanere nel sito, sia per rispondere in maniera innovativa, in linea con le potenzialità di Internet, al requisito di completezza della comunicazione veicolata agli stakeholder⁵².

Una terza peculiarità dei siti Internet, generalmente ricordata insieme alle due già analizzate, è la multimedialità. Essa presuppone l'impiego di una pluralità di mezzi nella comunicazione: testi scritti, immagini fisse e in movimento, suoni. La combinazione di tali elementi può migliorare la qualità espositiva delle informazioni ed ha generalmente effetti positivi in termini di attrattività del sito.

La comunicazione telematica permette altresì di ridurre significativamente i tempi per la fruizione delle informazioni da parte del destinatario e cancella i confini spaziali tra le parti: l'utilizzatore dei contenuti può acquisirli in qualsiasi luogo e nello stesso momento in cui l'azienda li diffonde mediante la pubblicazione nel proprio sito. Si tratta di un aspetto di rilievo, specialmente se si considera che la veicolazione delle informazioni deve essere tempestiva e, ad oggi, è chiamata a soddisfare le attese di pubblici geograficamente dispersi, per effetto della globalizzazione dell'economia e, più precisamente, dei mercati finanziari.

⁵¹ Il formato Pdf (Portable Document Format) garantisce la corrispondenza tra la versione cartacea dei documenti e la relativa trasposizione nel sito Internet.

⁵² Unendo i caratteri di ipertestualità ed interattività, l'impresa emittente può peraltro creare percorsi di navigazione su misura per specifici stakeholder.

Ad esempio, gli azionisti di una società quotata possono essere indirizzati immediatamente dalla home page, ossia la pagina di apertura del sito, alla sezione interna dedicata alle investor relation, dove sono opportunamente raccolte ed organizzate: le informazioni economico-finanziarie originarie (bilancio d'esercizio, consolidato, relazioni periodiche); le informazioni economico-finanziarie derivate (analisi di bilancio); le informazioni sull'andamento del titolo; le presentazioni agli azionisti, agli analisti e alla comunità finanziaria; ecc.

Allo stesso modo, l'utente interessato ad acquisire conoscenze sugli assetti proprietari, di governo e di controllo dell'impresa dovrebbe essere guidato, tramite link, nella sezione relativa alla corporate governance, comprensiva dei documenti rivolti ai soci (ad esempio, il regolamento assembleare), all'organismo personale (si pensi al codice etico), ai componenti degli organi istituzionali (come i regolamenti sulle operazioni con parti correlate, sulla comunicazione di informazioni riservate, sull'internal dealing) ed agli stakeholder in genere (è il caso della relazione sulla corporate governance, nonché del documento descrittivo sul sistema di controllo interno).

Si osservi altresì che la diffusione on line delle informazioni risulta particolarmente vantaggiosa anche sotto il profilo dei costi. Dal lato dell'impresa, a fronte dell'investimento iniziale per la progettazione e l'apertura del sito, i costi di esercizio sono sostanzialmente limitati all'aggiornamento delle informazioni; inoltre, l'impresa può raggiungere qualsiasi potenziale utente senza costi aggiuntivi a prescindere dalle distanze.

L'unico vincolo alla comunicazione via Internet può apparire la lingua del destinatario: si tratta però di un limite del tutto trascurabile, data la possibilità di offrire un'opzione per il cambio della lingua per l'intero sito o per le sue parti più significative, come è d'altra parte raccomandato da diversi organismi.

L'acquisizione di contenuti direttamente dal sito aziendale si dimostra notevolmente favorevole anche dal lato dello stakeholder. Infatti, questi può raccogliere un maggior numero di informazioni mirate rispetto a quante ne può acquisire dai soli documenti cartacei predisposti dall'azienda.

Da ultimo, la comunicazione telematica dà facoltà all'azienda emittente di monitorare la consultazione delle informazioni da parte degli utenti del sito. La tecnologia informatica procede, infatti, alla quantificazione degli accessi al sito ed alle singole sezioni – nonché alla misurazione della durata degli stessi – fornendo importanti indicazioni sulle aree di maggior interesse per gli stakeholder e, quindi, sulle sezioni che meritano di essere potenziate. Al riguardo, l'impresa può validamente predisporre dei questionari on line per raccogliere suggerimenti e critiche provenienti dagli utilizzatori del sito, con una logica di miglioramento continuo della comunicazione: si osservi, in proposito, che un'analogia sollecitazione stenterebbe certamente a trovare risposta qualora venisse effettuata all'interno dei documenti cartacei⁵³.

Dopo aver analizzato gli elementi da cui si può far discendere l'efficacia della comunicazione telematica, pare opportuno precisare alcune indicazioni offerte al riguardo da Consob e Borsa Italiana, specificamente interessate all'informativa economica. L'intervento dei due organismi dimostra l'importanza ormai assunta dallo strumento

⁵³ È soprattutto in relazione all'informativa volontaria che l'impresa ha interesse a raccogliere critiche e suggerimenti da parte degli utilizzatori del sito e dei documenti in esso presentati. In effetti, l'informativa volontaria non è soggetta né a vincoli di contenuto, né a vincoli di forma espositiva e pertanto costituisce la parte della comunicazione sulla quale le possibilità di intervento sono più rilevanti. Non è raro, ad esempio, che l'impresa decida di accompagnare il proprio bilancio sociale, qualora predisposto, con un questionario di valutazione sull'efficacia comunicazionale dello stesso, in termini di informazioni veicolate e di schemi adottati.

Internet nella gestione delle stakeholder relation da parte delle aziende quotate, da cui deriva la necessità di fissare regole precise tese a tutelare gli interlocutori che accedono ai siti web.

Sin dal 2001, Consob ha messo in evidenza che la diffusione di informazioni economiche tramite il web può migliorare l'efficienza dei mercati solamente se rispetta pienamente i principi di veridicità, chiarezza e completezza che regolano l'utilizzo dei canali tradizionali⁵⁴. Operativamente, ciò si traduce in alcune linee guida che attengono principalmente:

- all'atteggiamento neutrale che la società deve assumere nella divulgazione delle informazioni, evitando di usare il sito come uno strumento promozionale;
- alla rassicurazione degli utenti circa la tempestività dei messaggi, che devono riportare la data e l'ora, nonché la rapidità della loro correzione, nel caso in cui l'azienda abbia commesso errori in precedenza;
- alle garanzie sull'autenticità dei documenti pubblicati on line, identici agli originali⁵⁵, e anche sulla corrispondenza tra i contenuti dei documenti presentati in lingua italiana e in altra lingua⁵⁶;
- alla precisazione delle notizie o dei dati elaborati da terzi o collocati su un sito esterno collegato a quello dell'impresa tramite link (ad esempio nel caso delle quotazioni);
- alla prudenza nell'inserimento di informazioni e link, in relazione ai quali la società non può proteggersi da eventuali responsabilità per mezzo di un mero annuncio legale sulle condizioni di consultazione del sito da parte dell'utente (*legal disclaimers*).

Anche Borsa Italiana, nel 2002, è intervenuta sul tema della comunicazione economica via Internet, ponendo il problema della scarsa tutela che essa può garantire

⁵⁴ Si fa riferimento alla Comunicazione Consob n. 1000796 del 4 gennaio 2001 in tema di "Utilizzo di siti Internet per la diffusione di informazioni da parte di società emittenti strumenti finanziari quotati", successivamente aggiornata con la Comunicazione Consob n. 3019271 del 26 marzo 2003 in tema di "Informazione al pubblico su fatti rilevanti". Di quest'ultimo documento, interessa in questa sede la Sezione IV, "Diffusione di informazioni attraverso la rete Internet".

⁵⁵ Qualora il sito contenga un estratto o un riassunto del documento originale, ne deve essere data notizia e deve essere indicato dove è possibile reperire il documento completo.

⁵⁶ Consob richiede che le eventuali differenze siano adeguatamente sottolineate.

In relazione alla diffusione via Internet di informazioni anche in lingua straniera, specificamente in inglese, si ricorda che sussiste un obbligo per le imprese appartenenti al segmento STAR di Borsa Italiana, nei mercati MTA e MTAX.

concretamente agli operatori di mercato. Secondo Borsa Italiana, infatti, Internet rappresenta uno strumento aggiuntivo che può risultare efficace soltanto se va ad affiancare quelli tradizionali⁵⁷.

Borsa Italiana condivide l'invito alla correttezza, alla completezza, alla precisione e al costante aggiornamento del sito web aziendale, riconoscendo in queste caratteristiche i requisiti irrinunciabili per una comunicazione economico-finanziaria capace di soddisfare le attese conoscitive esterne. Inoltre, la società di gestione dei mercati raccomanda un'organizzazione razionale dei contenuti e del sito in generale, tale da agevolare la navigazione e la raccolta delle informazioni desiderate. Infine, Borsa Italiana insiste sull'importanza di conferire "profondità storica" al sito web – affinché le informazioni più recenti possano essere confrontate e valutate anche in un'ottica evolutiva – e di comporre in un sistema ordinato le comunicazioni economiche obbligatorie (bilanci e relazioni infrannuali) e quelle volontarie (ad esempio, le informazioni presentate agli operatori di mercato in occasione di incontri).

Le considerazioni fin qui esposte in merito all'efficacia della comunicazione economica, veicolata anche per mezzo del canale telematico, possono essere ampiamente estese anche alle altre aree della comunicazione istituzionale. In effetti, i principi di trasparenza, correttezza e ricerca della coerenza con le attese conoscitive esterne devono ispirare qualsiasi processo di comunicazione attivato dall'impresa a beneficio degli stakeholder.

Sulla base dell'affermazione formulata, il capitolo successivo si propone di analizzare un'altra area della comunicazione istituzionale, i cui lineamenti, in termini di contenuto e di forma, stanno da poco tempo affermandosi con maggior chiarezza: l'attenzione sarà rivolta alla comunicazione sulla corporate governance.

⁵⁷ L'informazione via Internet è affrontata nel Principio n. 7 della *Guida per l'informativa al mercato*, promossa dal Forum Ref. costituito da Borsa Italiana con Aiaf, Assogestioni e Assonime.

Si tiene a precisare che Aiaf (Associazione Italiana Analisti Finanziari) ha predisposto altresì un proprio *Decalogo*, che si concentra sulle caratteristiche dei messaggi divulgati via Internet, sul consulente e sulle società che diffondono le informazioni. Si rimanda a tale proposito al documento Aiaf (2000), *Decalogo per la diffusione dell'informazione finanziaria on-line*, giugno.

CAPITOLO 4

LA COMUNICAZIONE SULLA CORPORATE GOVERNANCE

SOMMARIO: 4.1. L'evoluzione della comunicazione di governance – 4.2. La relazione sulla corporate governance – 4.2.1. Le *Linee guida* di Borsa Italiana SpA – 4.2.2. La *Guida* di Assonime ed Emittenti Titoli SpA – 4.3. La relazione sulle remunerazioni dei vertici aziendali – 4.4. La comunicazione sul controllo interno e sulla gestione dei rischi

4.1. L'evoluzione della comunicazione di governance

Negli ultimi anni, in tutti i paesi industrializzati è cresciuto l'interesse per la ricerca di modelli di governance idonei a consentire la migliore valorizzazione delle potenzialità di sviluppo aziendale, secondo logiche di attendibilità e di trasparenza senza confini.

Specificamente, studiosi ed istituzioni sono andati attribuendo crescente rilievo alle strutture e alle scelte di governo oltre che alla capacità di istituire relazioni positive con tutte le classi di stakeholder.

La progressiva crescita di complessità dei sistemi aziendali, la globalizzazione dei mercati e delle informazioni e l'osservazione di atteggiamenti non sempre improntati all'etica comportamentale, hanno indotto l'approfondimento delle modalità di realizzazione di una governance responsabile, volta ad enfatizzare l'importanza della qualità dei rapporti tra l'azienda ed i suoi stakeholder, nel pieno rispetto delle norme e dell'ecosistema¹.

In effetti, la corretta attuazione della governance risulta incentrata sulla massimizzazione della capacità di generazione di ricchezza, secondo etica comportamentale ed in relazione all'osservanza dei basilari presupposti di equità sociale e di rispetto ambientale. La collegata attività presuppone la realizzazione di un sistema integrato di comunicazioni: da e verso gli stakeholder; da e verso gli organismi di controllo volti a

¹ Cfr.: Salvioni D. M. (2003), "Corporate governance e responsabilità d'impresa", *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 1.

legittimare la rispondenza tra comportamenti, obiettivi ed informazioni; da e verso l'organizzazione in quanto preposta alla realizzazione degli indirizzi di governo².

In particolare, la capacità di acquisizione di consensi e di risorse dall'ambiente si correla alle decisioni, alle azioni e ai risultati aziendali; inoltre, risulta significativamente influenzata dai flussi comunicazionali diretti agli stakeholder. I vertici aziendali sono chiamati ad operare responsabilmente e in modo trasparente.

Tra i numerosi messaggi veicolati dalle imprese verso l'ambiente possono essere omogeneamente raggruppati tutti quelli aventi per oggetto l'impresa nella sua interezza, la sua identità, i suoi valori e il suo progetto strategico: in altri termini, tutti gli elementi da cui può dipendere la qualificazione dell'immagine e l'acquisizione di consenso sulla proposta progettuale aziendale. I messaggi in oggetto costituiscono la cosiddetta comunicazione istituzionale.

La comunicazione istituzionale è andata assumendo crescente importanza nelle relazioni tra l'azienda ed i propri stakeholder, sia in termini di rendicontazione sui risultati (economico-finanziari³, sociali, ambientali) derivanti dalle decisioni di governo, sia a livello di diffusione di messaggi sulla corporate governance.

Con specifico riferimento a questi ultimi, si sta affermando una maggiore attenzione per le comunicazioni tese ad offrire "rassicurazioni": sull'adeguatezza delle strutture e dei processi di governo e di controllo, sull'equa ripartizione delle risorse tra i soggetti interessati al conveniente funzionamento dell'impresa, sull'attivazione di tutte le procedure tese a garantire la legittimità dei comportamenti adottati e il rispetto delle condizioni di economicità, anche per mezzo di una razionale attività di monitoraggio, prevenzione e gestione dei rischi.

Gli obblighi di comunicazione e gli inviti alla trasparenza rivolti ai vertici aziendali si fanno sempre più frequenti; contemporaneamente, vengono studiati meccanismi sanzionatori finalizzati a disincentivare l'assunzione di comportamenti scorretti nelle comunicazioni d'impresa. Al riguardo, anche nel nostro paese stiamo assistendo all'introduzione di nuove tipologie di reato per omissione e falsificazione delle comunicazioni sociali (non soltanto di natura contabile bensì anche relative ai conflitti di

² Cfr.: Bosetti L. e Felappi D. (2005), *Corporate governance e comunicazione agli stakeholder*, paper presentato al convegno Aidea Giovani "Aspetti evolutivi della comunicazione d'impresa: teoria e strumenti innovativi", Università degli Studi di Lecce, 24-25 novembre.

³ Per effetto della sua idoneità a generare consensi e a qualificare l'immagine aziendale, la comunicazione economico-finanziaria viene a costituire un sottoinsieme della comunicazione istituzionale.

interesse in capo ai membri degli organi amministrativi), oltre all'inasprimento delle sanzioni già previste dall'ordinamento⁴.

La situazione descritta è sintomatica della grave trascuratezza ed irresponsabilità che hanno a lungo contraddistinto l'atteggiamento di taluni amministratori e dirigenti nei confronti degli stakeholder. Allo stesso tempo, l'evoluzione in atto costituisce tuttavia un forte segnale dell'impegno delle autorità a ricostituire valide premesse di trasparenza per un efficace rapporto tra il sistema delle imprese – su tutte, quelle quotate – e gli attori sociali, per i quali la disponibilità di informazioni attendibili, complete e tempestive rappresenta la prima ed irrinunciabile forma di tutela.

Del pari, si avverte in misura più rilevante il bisogno di forme di comunicazione esterna sulla corporate governance che presentino caratteri definiti e strutturati. È questa, infatti, una condizione fondamentale per superare la dispersione, talvolta eccessiva, delle informazioni divulgate dalle imprese per mezzo di documenti differenti, che sono peraltro predisposti per soddisfare altre specifiche finalità o per adempiere a disposizioni normative. Si pensi, ad esempio, alle informazioni sulla composizione degli organi istituzionali fornite nel bilancio d'esercizio, nel bilancio sociale o nel sito In-

⁴ La legge 262/2005 per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari interviene sul sistema sanzionatorio del reato di false comunicazioni sociali e introduce il reato di omessa comunicazione dei conflitti di interesse.

L'art. 30 della riforma (che sostituisce l'art. 2621 c.c.) si concentra sul reato di *false comunicazioni sociali* realizzate per mezzo dei bilanci, delle relazioni e delle altre comunicazioni previste dalla legge. Il reato – sanzionato con l'arresto fino a due anni – si concretizza per effetto della manipolazione o dell'omissione di informazioni economiche obbligatorie da parte di amministratori, direttori generali, preposti alla redazione dei documenti contabili, sindaci e liquidatori, con lo scopo di ingannare i soci e gli altri stakeholder e di ottenere un ingiusto profitto. Tuttavia, la normativa esclude la punibilità quando l'alterazione delle informazioni:

- comporta una variazione del risultato economico al lordo delle imposte non superiore al 5% o una variazione del patrimonio netto non superiore all'1%;
- è dovuta a valutazioni estimative che, singolarmente considerate, differiscono per non oltre il 10% da quelle corrette;
- non produce un impatto sensibile sulla rappresentazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda.

Va rilevato che la norma non precisa il significato della "sensibilità" cui fa riferimento, rischiando così di perdere almeno parzialmente di efficacia in sede interpretativa.

Ancora, la riforma prevede la reclusione da sei mesi a tre anni qualora la falsa comunicazione sociale cagioni un danno patrimoniale alla società, ai soci o ai creditori.

La legge prevede altresì la reclusione fino a sei anni per il reato di *attentato al risparmio collettivo*, commesso dalle società quotate nei confronti di un numero significativo di risparmiatori (superiore allo 0,1% della popolazione nazionale) o consistente in una grave distruzione del valore dei titoli (superiore allo 0,1% del prodotto interno lordo).

Anche la mancata comunicazione dei *conflitti di interesse* da parte dei componenti dei consigli di amministrazione e di gestione delle società quotate, diventa un reato ai sensi dell'art. 31 della legge sul risparmio (con inserimento dell'art. 2629-bis c.c.), a condizione che determini un danno alla società o ai terzi. Il reato è punito con la reclusione da uno a tre anni.

ternet aziendale, oppure alle informazioni sul sistema di remunerazione degli amministratori e dell'alta dirigenza offerte nella nota integrativa o nella relazione sulla gestione.

Inoltre, il riferimento a schemi e contenuti omogenei dovrebbe migliorare la comparabilità tra le informazioni, in particolare quando queste provengono da imprese a capitale diffuso e frazionato, la cui attività genera risultati con effetti di portata ampia e variegata per una pluralità di stakeholder. La confrontabilità dei messaggi dovrebbe a sua volta agevolare i processi valutativi attivati dagli interlocutori sociali; di conseguenza, dovrebbe anche contribuire ad un innalzamento dell'efficienza dei mercati finanziari, consentendo di premiare – mediante il conferimento di risorse – le aziende più meritevoli di fiducia.

La comunicazione in materia di corporate governance dovrebbe assumere, da ultimo, una tempificazione periodica predeterminata. Da ciò dipende, infatti, la possibilità di analizzarne l'evoluzione nel tempo, nonché di ampliare il sistema di comunicazioni integrate veicolate dalle imprese ad intervalli regolari. In particolare, le informazioni sulla corporate governance possono aiutare a comprendere le regole e i principi di governo sottesi alle scelte che determinano la generazione di ricchezza per l'impresa e gli stakeholder, oltre alla relativa distribuzione. Può svilupparsi così una proficua interazione tra i messaggi a contenuto economico-finanziario tipici dell'informativa di bilancio e quelli sulla governance aziendale in senso stretto.

Tra le comunicazioni di natura istituzionale riconducibili più direttamente alle tematiche di corporate governance, pare opportuno che acquisiscano autonomo rilievo, per effetto della predisposizione di documenti specifici:

1. le informazioni sulla struttura e sul funzionamento degli organi aziendali;
2. le informazioni sui sistemi di remunerazione dei vertici;
3. le informazioni sui rischi e su come interviene l'impresa per monitorarli e gestirli, affinché particolari eventi non ostacolino il perseguimento degli obiettivi prefissati in funzione delle attese interne ed esterne.

L'importanza dei messaggi appena ricordati è confermata anche dalle crescenti richieste e raccomandazioni sulla divulgazione di appositi documenti, in relazione ai quali le imprese possono esercitare un diverso grado di discrezionalità in merito alla forma e ai contenuti, tenendo conto anche della propria localizzazione geografica e,

più precisamente, dell'interesse dimostrato dalle autorità nazionali e sovranazionali per i temi in oggetto.

Nei prossimi paragrafi saranno illustrati, pertanto, i principali documenti di informazione agli stakeholder sulla governance aziendale, da predisporre alla luce di precisi obblighi comunicazionali vigenti (come nel caso della relazione sulla corporate governance delle società quotate nel nostro mercato borsistico) o di nuova introduzione (si pensi alla relazione sulle remunerazioni degli organi di governo e di alta direzione), piuttosto che per effetto di un profondo orientamento alla trasparenza che porta alla massima tutela delle esigenze conoscitive e valutative degli interlocutori sociali (è il caso della comunicazione sui rischi).

4.2. La relazione sulla corporate governance

Nell'ambito della comunicazione istituzionale assume oggi specifica rilevanza l'informativa sulla corporate governance, in quanto finalizzata a diffondere le conoscenze sull'imparzialità, la correttezza e l'equità dei comportamenti di vertice.

Anche se soltanto in epoca relativamente recente, le imprese italiane e le istituzioni preposte alla gestione e alla vigilanza sui mercati hanno manifestato una maggiore considerazione per la comunicazione sulla corporate governance, risultando più attente, sotto questo profilo, rispetto alle aziende e agli organismi di altri paesi nei quali la ricerca di best practice di governo e di controllo ha peraltro avuto origine in precedenza⁵.

⁵ A differenza dell'Italia, dove esistono appositi documenti tesi a guidare la predisposizione di una relazione sulla corporate governance delle società quotate, all'estero non si riscontrano linee guida significative ed approfondite. Nei paesi stranieri, in effetti, le imprese non procedono ancora alla stesura di un documento specifico in tema di governo e controllo societario.

In Francia, la COB (*Commission des Opérations de Bourse*) si limita a richiedere l'inserimento di alcune informazioni sulla governance all'interno del *Document de référence*, ovvero un fascicolo contenente tutte le informazioni economiche, contabili e giuridiche atte a fornire un'esauriente presentazione della società quotata, con periodicità annuale. In particolare, il capitolo sesto di tale documento, dedicato agli organi di amministrazione, direzione e sorveglianza della società, deve:

1. descrivere le deleghe e le funzioni esercitate dai vari componenti;
2. fornire informazioni sulla natura e sull'importanza delle operazioni compiute tra l'impresa ed alcune controparti rilevanti, individuate nel direttore generale, negli amministratori, nei consiglieri di sorveglianza e negli azionisti che detengono oltre il 5% dei diritti di voto;
3. indicare la remunerazione globale che ciascun componente degli organi di governance ha ricevuto dall'impresa o da altre società del gruppo, in qualsiasi natura ed anche indirettamente;

-
4. precisare l'esistenza di un eventuale piano di stock option per gli amministratori e per i dipendenti, indicando il numero di opzioni assegnate a ciascun amministratore e, complessivamente, ai primi dieci dipendenti;
 5. presentare la politica di comunicazione istituzionale adottata dalla società nei confronti del mercato (più precisamente, verso gli analisti e la stampa);
 6. ricordare agli stakeholder la possibilità di acquisire informazioni anche dal sito web aziendale.

Si veda, in proposito, COB (2002), *Le Document de référence. Guide d'information*, Août.

Anche in Gran Bretagna l'informativa sulla corporate governance è una condizione per poter operare sul mercato borsistico; tuttavia, le *Listing Rules* non esigono la redazione di un documento autonomo sulla materia, che deve essere invece esposta all'interno del bilancio annuale. Il *Combined Code* del 2003 (*Schedule C: Disclosure of corporate governance arrangements*) precisa quali informazioni le società quotate debbano inserire nell'*annual report* per quanto riguarda la corporate governance. Si segnalano in particolare:

1. il funzionamento e le riunioni del *board of directors*, con l'indicazione delle materie riservate alla sua competenza e di quelle delegate al management;
2. i nominativi dei componenti del consiglio (in particolare *chairman*, CEO, *senior independent director*) e dei comitati interni (nomine, remunerazioni e controllo interno), oltre alle ragioni che giustificano la qualifica di amministratori indipendenti di alcuni soggetti;
3. gli altri incarichi ricoperti dal presidente durante l'esercizio;
4. i criteri per la valutazione dell'operato dei membri del *board* e dei comitati;
5. l'attività realizzata dagli amministratori non esecutivi al fine di acquisire la piena consapevolezza delle aspettative dei principali azionisti;
6. l'attività effettivamente compiuta dai comitati per le nomine, per le remunerazioni e per il controllo interno;
7. un'attestazione degli amministratori e degli auditor in merito alle procedure per la predisposizione dei documenti contabili e per la loro verifica;
8. una dichiarazione di efficace funzionamento del sistema di controllo interno, oltre alle ragioni per le quali non sia stata istituita, eventualmente, la funzione di internal auditing;
9. la garanzia di indipendenza degli auditor nel caso in cui forniscano alla società anche servizi diversi dalla revisione.

Ulteriori informazioni sui comitati interni e sugli amministratori non esecutivi possono essere messe a disposizione sul sito Internet della società o comunicate su espressa richiesta di chi ne abbia interesse.

In Germania non si riscontrano direttive approfondite sulla redazione di una relazione periodica sulla corporate governance. L'unica indicazione è costituita dal par. 161 del *KonTraG*, che impone alle società quotate di esplicitare la conformità del proprio modello societario a quello previsto dal codice di autodisciplina della *Regierungskommission* nel 2002, motivando le eventuali difformità. L'obbligo informativo in oggetto ha di fatto portato le imprese interessate a redigere una mera dichiarazione, con periodicità annuale, che non comprende quindi alcuna descrizione dettagliata delle strutture e dei processi di governo e di controllo.

Da ultimo, si considerano gli Stati Uniti. A dispetto delle forti istanze di trasparenza sulla corporate governance provenienti dai mercati finanziari americani, le imprese quotate non sono ancora tenute a predisporre un'informativa sufficientemente articolata ed autonoma dalla comunicazione economica in senso stretto.

Dal caso Enron in avanti, negli Stati Uniti l'attenzione si è concentrata sugli organi e sui processi di controllo interno, in relazione ai quali il *Sarbanes-Oxley Act* stabilisce alcuni obblighi di comunicazione all'interno del bilancio annuale. Più precisamente, il documento deve precisare la responsabilità del management per l'attivazione e il corretto funzionamento del sistema di controllo interno e deve altresì contenere una valutazione sull'efficacia delle sue strutture e delle procedure che lo compongono (Section 404, *Management assessment of internal controls*). Ulteriori informazioni riguardano la composizione dell'*audit committee* (Section 407, *Disclosure of audit committee financial expert*).

Infine, la ricerca della correttezza in sede di redazione e verifica dell'informativa economico-finanziaria comporta – per le società americane – l'obbligo di adottare un codice etico indirizzato al *senior financial officer*, ai suoi collaboratori e agli auditor: al riguardo, il fascicolo di bilancio deve offrire esaustive informazioni sull'adozione del codice etico, sui motivi che hanno portato a non effettuarla e sulle modificazioni intervenute nel documento (Section 406, *Code of Ethics for senior financial officers*). Queste ultime devono essere comunicate tempestivamente al mercato, anche tramite il sito web dell'azienda.

La comunicazione sulla corporate governance trova composizione, oggi, nell'ambito di un documento di sintesi, studiato per dare sistematizzazione alle informazioni che in passato sono spesso state colpevolmente trascurate dalle imprese, anche a fronte del prevalere di atteggiamenti reticenti, della scarsa sollecitazione al riguardo esercitata dagli organismi di vigilanza sui mercati e dall'esistenza di frequenti fenomeni di asimmetria informativa volti a privilegiare gli shareholder (o addirittura sottogruppi di shareholder quali gli azionisti di maggioranza).

L'urgenza di recuperare rapporti fiduciari con tutti gli interlocutori sociali ha determinato pertanto un progressivo ampliamento e miglioramento delle comunicazioni istituzionali e – in tale ambito – lo studio e l'approfondimento del ruolo primario e dei contenuti della relazione sulla corporate governance.

La centralità della comunicazione sulla corporate governance per la positiva interazione tra l'azienda e gli stakeholder, trova una prima importante conferma nelle raccomandazioni di Borsa Italiana SpA destinate alle società quotate. Queste ultime sono chiamate a redigere un'apposita relazione annuale⁶ sul proprio sistema di corporate governance e sul grado di adesione di quest'ultimo al codice di autodisciplina, esplicitando le motivazioni che possono avere indotto a disattendere particolari raccomandazioni del codice stesso⁷.

La relazione sulla corporate governance è forse il più significativo tra i documenti attualmente a disposizione delle imprese per relazionarsi con i propri stakeholder. I contenuti della relazione si prestano, infatti, a segnalare la struttura e l'indipendenza degli organi di governo ed il relativo orientamento alla piena assunzione delle responsabilità legali, economiche e sociali connaturate alla direzione e al controllo dell'impresa.

Dal punto di vista comunicazionale, un documento risulta maggiormente efficace se redatto secondo una struttura razionale e condivisa, pur mantenendo ampie capacità

⁶ Le Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana SpA, in vigore dal 7 novembre 2005, prevedono nella sezione IA.2.14 uno specifico obbligo di comunicazione sulla corporate governance a carico degli emittenti azioni quotate in borsa e nel mercato MTAX. Annualmente, è richiesto ai consigli di amministrazione delle imprese quotate di predisporre una apposita relazione sul sistema di corporate governance e sul grado di applicazione del codice di autodisciplina; tale relazione deve essere messa a disposizione dei soci contestualmente alla documentazione prevista per l'assemblea di bilancio e deve essere trasmessa a Borsa Italiana, che la mette a disposizione del pubblico.

⁷ Si ricorda che il codice di autodisciplina italiano prevede, secondo il modello *comply or explain*, che vengano motivate le scelte degli organi aziendali difformi da quanto previsto dal Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate.

di adattamento ai diversi contesti operativi. A tal fine, Borsa Italiana ha predisposto alcune *Linee guida* (febbraio 2003)⁸, finalizzate a promuovere la diffusione della relazione sulla corporate governance, definendone altresì la struttura ed i contenuti essenziali. Ad integrazione delle *Linee guida* – anche in considerazione delle difficoltà di diffusione di efficaci relazioni di governance nel primo periodo di attuazione – nel febbraio del 2004 Assonime ed Emittenti Titoli⁹ hanno formulato un proprio documento volto ad agevolare la compilazione della relazione (la *Guida*)¹⁰. L’iniziativa in oggetto è sintomatica, per effetto della sua provenienza, dell’impegno che le stesse società a capitale diffuso intendono approfondire nel perseguimento di modalità di governo più eque, efficaci e trasparenti, tese a migliorare la reputazione aziendale ed a realizzare una proficua interazione con il mercato e con l’ambiente (Figura 4.1.).

Prima di analizzare la struttura e i contenuti di ciascuno dei due documenti richiamati, possono essere formulate alcune riflessioni preliminari valide per entrambi.

In primo luogo è importante ribadire che, a fronte dell’obbligo imposto da Borsa Italiana alle società quotate di predisporre una relazione annuale, le indicazioni in materia contenute nei documenti emanati da Borsa stessa e da Assonime ed Emittenti Titoli non hanno carattere vincolante. Tale constatazione porta ad affermare che le due istituzioni si fanno promotrici soprattutto di una più autentica apertura delle imprese nei confronti degli stakeholder, senza per questo pretendere la totale rinuncia ad un certo grado di discrezionalità nella predisposizione di un documento di natura esplicativa e descrittiva.

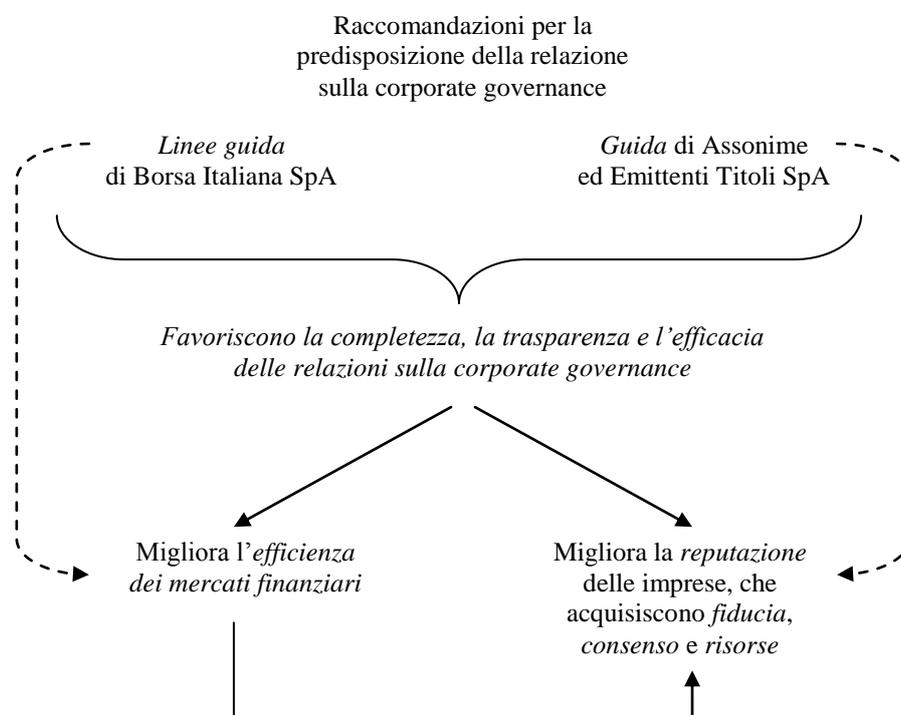
L’effettiva aderenza delle relazioni sulla corporate governance agli schemi e ai contenuti suggeriti dai due organismi può segnalare, tuttavia, l’impegno dei vertici aziendali a non sottrarsi da un giudizio comparativo rispetto alle altre imprese, per quanto attiene alle strutture e processi di governo e di controllo.

⁸ Borsa Italiana SpA (2003), *Linee guida per la redazione della relazione annuale in materia di corporate governance*, febbraio.

⁹ Assonime (Associazione Italiana fra le Società per Azioni) si è affermata quale centro di elaborazione e di analisi delle componenti dell’ordinamento giuridico-economico rilevanti per l’attività d’impresa. Emittenti Titoli SpA rappresenta i principali gruppi quotati.

¹⁰ Assonime ed Emittenti Titoli SpA (2004), *Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate Governance*, febbraio.

Figura 4.1 – *Qualità della comunicazione sulla corporate governance ed efficacia delle relazioni con gli stakeholder*



Allo stesso tempo, la relativa discrezionalità concessa in sede di redazione del documento permette un arricchimento dei contenuti a partire dallo schema di base – che dovrebbe essere comunque mantenuto nei suoi tratti essenziali – in modo da adattare la relazione sulla corporate governance alle reali esigenze informative che l'emittente è chiamato a soddisfare, tenuto conto:

- a) del suo settore di appartenenza;
- b) dell'evoluzione delle attese conoscitive degli stakeholder;
- c) del progressivo ampliarsi delle disposizioni normative in tema di corporate governance.

Per quanto attiene al settore di appartenenza, è sufficiente ricordare il caso delle imprese bancarie e assicurative. Per queste aziende, gli specifici organi di vigilanza (Banca d'Italia e Isvap) impongono, ad esempio, l'adozione di idonei sistemi di controllo interno, di prevenzione e di gestione dei rischi¹¹; pertanto, la comunicazione di

¹¹ Per le società bancarie, si veda la circolare della Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999 e successive modifiche, in tema di *Istruzioni di Vigilanza per le banche*. Per le imprese di assicurazione, il riferimento è costituito dalla circolare dispositiva dell'Isvap n. 366 del 3 marzo 1999, recentemente abrogata.

tali società dovrà esplicitare con un buon livello di approfondimento quali scelte ed interventi sono stati realizzati concretamente per tutelare l'integrità del patrimonio nell'interesse dell'impresa e dei conferenti di risorse.

L'evoluzione delle attese conoscitive degli stakeholder dovrebbe costantemente ispirare la politica di comunicazione istituzionale delle imprese, soprattutto dopo le pesanti crisi di importanti società quotate che hanno minato il rapporto di fiducia con gli investitori e gli interlocutori sociali in genere. La trasparenza rappresenta lo strumento più adatto per ristabilire relazioni positive con l'ambiente; la comunicazione sulla corporate governance è finalizzata proprio a generare consensi sulle strutture e sui processi da cui dipende l'equa soddisfazione degli stakeholder. È impensabile, dunque, che le relazioni sulla corporate governance mantengano una strutturazione invariabile in termini assoluti: al contrario, la loro efficacia può migliorare se vengono impostate con un approccio almeno parzialmente contingente, in funzione delle mutevoli attese conoscitive esterne percepite dai massimi organi aziendali.

Da ultimo, anche il rafforzamento normativo in materia di governance aziendale dovrebbe influenzare l'effettiva composizione della relazione in oggetto. In altri termini, le indicazioni contenute nelle *Linee guida* di Borsa Italiana e nella *Guida* di Assonime ed Emittenti Titoli dovrebbero rappresentare una traccia di riferimento, necessariamente da integrare in funzione delle nuove posizioni organizzative e delle procedure di controllo che vengono frequentemente introdotte in sede legislativa o regolamentare. Sotto questo profilo, si possono ricordare due aspetti regolati dalla recente legge per la tutela del risparmio, riconducibili alla figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari e al rapporto tra l'impresa e la società di revisione.

Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili è destinato ad acquisire un ruolo di primo piano per la corretta gestione delle comunicazioni con l'ambiente. In effetti, si è osservato che l'ottenimento di consensi e di risorse deve essere inevitabilmente supportato dalla veicolazione di messaggi chiari e attendibili diretti a dimostrare la capacità dell'impresa di generare e distribuire ricchezza. Inoltre, la correttezza delle informazioni quantitativo-monetarie è una condizione di efficacia per i processi decisionali e valutativi attivati anche ai vertici aziendali. Da tutto ciò discende la

ta dalla nuova circolare n. 577-D del 30 dicembre 2005, recante *Disposizioni in materia di sistema dei controlli interni e gestione dei rischi*.

centralità sia del lavoro svolto dalla nuova figura dirigenziale, sia delle sue attestazioni in merito alla validità della comunicazione economico-finanziaria, che deve essere peraltro assicurata anche da un efficiente sistema di controllo interno.

Le motivazioni esposte portano ad affermare l'importanza di una soddisfacente informativa sulla figura, sui compiti e sull'operato del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili, che dovrebbe trovare spazio nelle relazioni sulla corporate governance dei prossimi anni.

Un'altra informazione che merita di essere illustrata nella relazione redatta dalle società quotate, attiene al rapporto con la società di revisione. Va peraltro rilevato che, ad oggi, le imprese che forniscono indicazioni sulla società di revisione sono decisamente limitate. Esse tendono a precisarne soltanto il nominativo e in molti casi non presentano neppure quello, che peraltro è agevolmente acquisibile dal fascicolo di bilancio, contenente la relazione di certificazione. In ogni caso, la rilevanza del controllo contabile come garanzia di veridicità della comunicazione economica diretta agli stakeholder dovrebbe guidare l'elaborazione di informazioni dettagliate sugli interventi del revisore esterno e sull'interazione tra quest'ultimo ed il comitato per il controllo interno, che ne esamina il piano di lavoro.

Con riferimento alle poche informazioni sulla società di revisione, più che di una forma di ingiustificata reticenza nell'inserimento di elementi all'interno della relazione sulla corporate governance, sembra trattarsi di un eccessivo attaccamento agli schemi consigliati per la sua redazione: in effetti, questi ultimi non pretendono chiarimenti sul revisore contabile esterno, per il fatto che la relazione di governance è intesa soprattutto come una dichiarazione sull'aderenza al codice di autodisciplina, che non contiene previsioni direttamente incentrate sull'organo di controllo esterno¹². Al contrario, la relazione di governance dovrebbe accogliere tutti gli elementi utili a ricostruire con completezza il modello di governo e di controllo adottato dall'impresa, superando la visione statica legata agli schemi predefiniti.

Con la legge per la tutela del risparmio, inoltre, può risultare qualificante per le imprese evidenziare la separazione, ormai obbligatoria, tra il soggetto che esercita l'attività di revisione contabile e quelli autorizzati ad offrire servizi e consulenze, anche in ambito di amministrazione e controllo interno.

¹² Si ricorda che la società di revisione è contemplata nell'art. 10, che è però dedicato al comitato per il controllo interno.

La precisazione può rappresentare, infatti, un'ulteriore garanzia per gli interlocutori sociali, sia perché l'impresa dichiara di essersi adeguata alle nuove disposizioni normative, sia come dimostrazione della volontà di informare il pubblico sulla rilevanza che i vertici attribuiscono al continuo miglioramento dei processi interni di rilevazione e di controllo, per i quali è stato richiesto l'intervento di esperti esterni.

Nel complesso, si può dunque affermare che l'efficacia della relazione di governance continua a dipendere dal recepimento della stessa nell'ambito di un trasparente progetto di comunicazione istituzionale d'impresa. Sotto questo profilo, è importante che la predisposizione della relazione non sia avvertita come un mero adempimento, in ottica minimale, degli obblighi informativi diretti alle società quotate, bensì come un momento di dialogo con tutti gli stakeholder, strumentale per lo sviluppo di positive interazioni e per il successo dell'impresa nel lungo termine. Un simile approccio può tradursi, fra l'altro, nella diffusione della relazione di governance anche da parte delle imprese che, pur non essendo quotate, presentano dimensioni e strutture societarie tali da rendere oggetto di interesse la propria corporate governance.

Si procede ora ad analizzare i documenti attraverso i quali Borsa Italiana ed Assonime ed Emittenti Titoli, formulando raccomandazioni sulla forma e sui contenuti, definiscono gli orientamenti di fondo delle relazioni sulla corporate governance e si rendono parte attiva nel processo di miglioramento della comunicazione istituzionale e di affermazione di una maggiore trasparenza nei mercati.

4.2.1. Le Linee guida di Borsa Italiana SpA

La diffusione delle relazioni di corporate governance ha potuto affermarsi anche grazie alle *Linee guida* predisposte da Borsa Italiana SpA ed emanate nel febbraio del 2003. Esse tendono a definire l'efficacia comunicazionale della relazione nella duplice dimensione di:

- conformità del sistema di governo adottato al modello descritto dal codice di auto-disciplina;
- possibilità di comparazione nel tempo e nello spazio, tenuto conto anche della globalizzazione dei mercati e dell'informazione.

Le *Linee guida* costituiscono un ausilio alla comunicazione di governance, sia per l'emittente, al quale offrono uno standard informativo per la redazione, sia per gli stakeholder, che risultano accompagnati nella comprensione delle strutture e dei processi di governo e di controllo.

Le *Linee guida* possono essere viste come uno strumento finalizzato ad accrescere la protezione degli azionisti di minoranza e degli altri stakeholder: infatti, promuovono la diffusione dell'informativa istituzionale e, allo stesso tempo, ne stabiliscono i contenuti basilari per garantire la massima aderenza alle esigenze conoscitive esterne.

Suggerendo uno schema rigoroso e di immediata comprensibilità, nonché strettamente correlato alle raccomandazioni del codice di autodisciplina, il documento di Borsa Italiana identifica le seguenti aree di interesse che meritano di essere illustrate nella relazione annuale:

1. la composizione e il ruolo del consiglio di amministrazione;
2. le modalità di nomina e di remunerazione degli amministratori¹³, oltre alla presentazione dei comitati che possono essere investiti delle connesse funzioni propositive e consultive;
3. il sistema di controllo interno;
4. le operazioni con parti correlate;
5. il trattamento delle informazioni riservate;
6. i rapporti con i soci;
7. il collegio sindacale.

Per ciascuna sezione, la relazione dovrebbe fornire agli attori sociali una esauriente informativa, tesa a far comprendere come le singole componenti del sistema di corporate governance (organi e procedure) contribuiscano di fatto alla armonica soddisfazione degli interessi confluenti nell'azienda. Inoltre, non dovrebbe mai mancare la chiara ed imparziale spiegazione –non solo, cioè, la mera segnalazione – delle even-

¹³ È opportuno precisare che le *Linee guida* fanno riferimento al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, ovvero agli organi previsti nel modello tradizionale di corporate governance. Ciò non toglie che le indicazioni che vi sono contenute debbano essere interpretate in senso ampio: in sostanza, come già sottolineato trattando del codice di autodisciplina, anche le *Linee guida* devono essere considerate come un documento di portata generale, destinato a tutte le società quotate (e potenzialmente anche a quelle non quotate, quando costituiscano un centro rilevante di interessi diffusi), indipendentemente dal modello di governance prescelto, per migliorarne l'approccio comunicazionale con l'ambiente esterno.

tuali deroghe rispetto al modello di corporate governance proposto dal codice di autodisciplina come sintesi delle best practice più diffuse.

La composizione e il ruolo del consiglio di amministrazione

La presentazione del sistema di governo societario deve mettere in risalto, come primo elemento, il consiglio di amministrazione. Gli stakeholder devono immediatamente percepire, infatti, il ruolo cruciale esercitato da tale organo per il valido indirizzo ed il corretto funzionamento dell'intera struttura aziendale.

Le informazioni sul consiglio di amministrazione sono tese ad accertarne la composizione, tramite la precisazione dei nominativi dei componenti e, soprattutto, la qualificazione come amministratori esecutivi, non esecutivi, indipendenti. Si tratta di un'informazione di primario interesse per gli stakeholder e, più precisamente, per gli azionisti di minoranza. In effetti, la consapevolezza di quanto gli amministratori non esecutivi e, tra questi, quelli indipendenti possano influenzare le decisioni consiliari è il primo elemento a disposizione degli interlocutori sociali per valutare l'obiettività dell'organo collegiale. In particolare, è utile precisare i criteri adottati per la valutazione dell'indipendenza, in modo da rendere partecipi i terzi delle motivazioni che hanno consentito di riconoscerla.

Una analoga percezione può derivare dall'indicazione delle ulteriori cariche ricoperte dagli stessi soggetti come amministratori o sindaci in altre società quotate, finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni. I frequenti intrecci proprietari possono portare, in effetti, alla partecipazione delle medesime persone agli organi di governo e di controllo di più società, con il rischio che la ragionevolezza e la convenienza delle decisioni del consiglio di amministrazione di un'impresa vengano intaccate dal perseguimento di interessi esterni, di cui sono portatori gli interlocutori delle altre aziende.

La relazione sulla corporate governance deve illustrare, inoltre, le modalità di funzionamento del consiglio di amministrazione, precisando le competenze che sono riservate all'organo collegiale e le deleghe attribuite ai singoli componenti: gli stakeholder devono essere messi nella condizione di giudicare quale sia il contributo dell'intero consiglio all'assunzione delle delibere ed assumere coscienza del peso esercitabile da singoli amministratori nell'esercizio della gestione.

Del pari, è interessante conoscere la frequenza minima prevista dallo statuto e soprattutto il numero di riunioni del consiglio che hanno concretamente avuto luogo durante l'esercizio, oltre al tasso di partecipazione dei vari componenti e, in particolare, di quelli indipendenti; questi ultimi, infatti, possono esercitare un controllo sull'attività del consiglio direttamente dall'interno, specialmente per quanto riguarda le scelte più delicate in funzione della natura delle operazioni, del valore economico e dei soggetti che possono presentare interessi nelle stesse.

Tra le informazioni attinenti l'operatività del consiglio di amministrazione, è bene che i vertici segnalino anche le modalità di diffusione delle informazioni tra i diversi componenti per garantire a tutti un'adeguata conoscenza delle problematiche all'ordine del giorno. Ad esempio, è importante che gli stakeholder sappiano con sicurezza che anche i membri non direttamente coinvolti nelle specifiche attività operative ricevono preventivamente tutte le informazioni necessarie per assumere le decisioni con piena consapevolezza della situazione esistente e della sua possibile evoluzione.

Le procedure ed i comitati interni

Il successivo insieme di informazioni di cui Borsa Italiana raccomanda la predisposizione riguarda ancora il consiglio di amministrazione, più precisamente le procedure di nomina e di remunerazione, nonché i comitati che sono incaricati di seguirle.

Per quanto riguarda le nomine, le *Linee guida* attribuiscono importanza alla rassicurazione degli stakeholder in merito alla realizzazione di una procedura trasparente, che dovrebbe prendere avvio mediante il preventivo deposito dei curricula dei candidati, unitamente all'eventuale attestazione di indipendenza degli stessi. Inoltre, Borsa Italiana invita a segnalare il ricorso al voto di lista, per effetto del quale dovrebbe essere raggiunta una composizione più equilibrata del consiglio di amministrazione, grazie alla presenza di soggetti indicati da gruppi di azionisti differenti: di tale evenienza è importante dare notizia a tutti gli interlocutori sociali.

L'istituzione di un comitato per le proposte di nomina è soltanto suggerita dal codice di autodisciplina. Nella relazione sulla corporate governance, pertanto, l'impresa deve informare sulle motivazioni che possono avere portato ad escluderne la costituzione, segnalando altresì i meccanismi alternativi impiegati per la definizione delle caratteristiche professionali da valutare nei candidati.

La comunicazione in materia di sistemi di remunerazione trova spazio nella relazione sulla corporate governance, nonostante sia già contemplata in altri documenti obbligatori (tipicamente, la nota integrativa e la relazione sulla gestione)¹⁴. In effetti, si tratta di informazioni assai importanti per chiarire:

- le politiche adottate dai vertici aziendali per motivare gli amministratori esecutivi e l'alta dirigenza, tali per cui una parte significativa del compenso può essere legata al raggiungimento di predefiniti risultati aziendali o di obiettivi individuali o può consistere nell'attribuzione di azioni e stock option;
- in quale misura la ricchezza generata dall'attività d'impresa – anche mediante l'impiego delle risorse conferite dagli stakeholder – è stata successivamente distribuita a coloro che detengono la responsabilità di gestire e monitorare l'andamento aziendale.

In questo senso, le informazioni sui sistemi di remunerazione dei vertici sono finalizzate all'ottenimento di consensi sulle scelte di ripartizione del valore generato, nonché sui meccanismi per effetto dei quali l'impresa persegue l'armonizzazione degli interessi dei propri esponenti con la ricerca della durabilità dell'azienda.

Le *Linee guida* richiedono altresì che, nella relazione sulla corporate governance, vengano descritti: la composizione del comitato per le remunerazioni, i compiti assegnati, le modalità di funzionamento e, eventualmente, l'attività svolta. A giudizio di chi scrive, l'indicazione delle attività effettivamente realizzate dovrebbe invece costituire una parte importante ed irrinunciabile tra le informazioni in oggetto, in quanto finalizzata a giustificare e a far apprezzare l'intervento di un organo dedicato alla particolare tematica.

Il sistema di controllo interno

La terza area informativa della relazione attiene al sistema di controllo interno. La rilevanza dei processi di controllo interno a beneficio della corretta attuazione della corporate governance dovrebbe indurre i vertici aziendali a predisporre un'attenta illustrazione, segnalando in particolare la nomina, le funzioni e le attività svolte dai soggetti che, a vario titolo, prendono parte all'indirizzo, al funzionamento e al monito-

¹⁴ La rilevanza dell'informativa sui sistemi di remunerazione dei vertici aziendali giustifica anche la predisposizione di un ulteriore documento, secondo le indicazioni fornite dalla Commissione Europea. La relazione in oggetto è trattata nel proseguimento del presente lavoro.

raggio del sistema: il consiglio di amministrazione, il comitato per il controllo interno, l'amministratore delegato, il preposto. È altresì raccomandato di formulare un giudizio sull'idoneità del sistema di controllo interno in relazione alle esigenze di individuazione, gestione e prevenzione dei rischi e di correttezza della comunicazione economico-finanziaria.

Con riferimento al sistema di controllo interno, pare tuttavia opportuna anche la predisposizione di informazioni sull'esistenza di un internal auditor – che le *Linee guida* non richiamano – e sulle sue interazioni con gli altri organi che presidiano il sistema di controllo. Più precisamente, è importante far sapere agli azionisti di minoranza e agli altri stakeholder, quali procedure di revisione interna siano messe in atto con un approccio indipendente dalle aree operative e diretto a promuovere il miglioramento dei processi aziendali secondo economicità, nel pieno rispetto dei vincoli legislativi, autoregolamentari e di equa soddisfazione delle attese.

Le operazioni con parti correlate

Le informazioni sulle operazioni con parti correlate hanno lo scopo di far conoscere agli stakeholder l'adozione di apposite procedure finalizzate al rispetto della correttezza formale e sostanziale delle operazioni. In mancanza di ulteriori indicazioni all'interno delle *Linee guida*, si ritiene utile che venga precisato l'organo investito del potere di approvare l'operazione: al riguardo, è importante che si tratti del consiglio di amministrazione, ovvero l'organo collegiale che dovrebbe perseguire il contemperamento degli interessi convergenti nell'impresa, deliberando con la massima obiettività e tenendo in debito conto il parere degli amministratori indipendenti. Ancora, pare opportuna la puntuale identificazione delle parti correlate, integrata da una classificazione delle operazioni che possono giustificare l'adozione di una procedura più snella a seconda della natura della controparte (ad esempio, un'impresa del gruppo), del valore economico limitato o della tipicità dell'operazione.

Il trattamento delle informazioni riservate

Per quanto riguarda il trattamento delle informazioni riservate, Borsa Italiana raccomanda che la relazione sulla corporate governance dia conferma in merito all'adozione di una apposita procedura per la gestione interna e la comunicazione

esterna dei documenti e delle informazioni sulla società, con particolare attenzione alle informazioni *price sensitive*. In proposito, le imprese sono esortate a fornire una sintetica descrizione della procedura, indicando i soggetti che ne sono responsabili. A parere di chi scrive, soprattutto nella comunicazione agli stakeholder, è essenziale che siano noti e ben identificati i soggetti autorizzati a divulgare le informazioni: in caso contrario, si correrebbe il rischio di una sovrapposizione tra i messaggi, non necessariamente veicolati in modo integrato, che comporterebbe incertezza per i destinatari.

I rapporti con i soci

La successiva sezione della relazione di governance, prevista dalle *Linee guida*, si riferisce ai rapporti con i soci, che devono essere improntati a sviluppare una conoscenza approfondita dell'impresa e del suo funzionamento. Tale obiettivo è perseguibile:

- a) con orientamento esterno, per mezzo di un dialogo continuativo con gli azionisti, gli investitori istituzionali ed il pubblico in genere, realizzato mediante una specifica funzione di investor relation o direttamente dai vertici aziendali;
- b) con orientamento interno, tramite una efficiente gestione dei lavori assembleari, agevolata dall'adozione di un regolamento.

La relazione sulla corporate governance deve illustrare, per entrambi gli aspetti, quali sono le modalità previste ed operativamente attivate dai massimi organi aziendali per gestire il rapporto con i soci.

In particolare, si ritiene che la relazione possa risultare un valido strumento di avvicinamento degli stakeholder all'impresa, nel caso in cui metta in rilievo l'esistenza e la composizione del sito Internet aziendale quale fonte di informazioni ulteriori di carattere economico, societario, socio-ambientale.

Il collegio sindacale

Da ultimo, le *Linee guida* prevedono la divulgazione di informazioni sul collegio sindacale. Sotto questo profilo, il documento di Borsa Italiana non appare particolarmente esigente, richiedendo in sostanza soltanto alcuni chiarimenti sul processo di nomina. Al contrario, per il lettore potrebbe essere importante acquisire conoscenze anche sui seguenti aspetti: la percentuale di capitale sociale che debba essere rappre-

sentata per proporre una lista; l'effettiva presenza di sindaci nominati dalle minoranze; l'assunzione di incarichi in altre imprese; la frequenza o il numero di riunioni previste ed effettuate, con il relativo tasso di presenza; l'acquisizione di informazioni da altri organi istituzionali, anche tramite la partecipazione ai lavori di questi ultimi.

In conclusione, pare doveroso sottolineare che lo schema commentato non dà rilevanza alle informazioni sulla struttura del gruppo cui appartiene l'impresa, né a quelle sulla composizione dell'azionariato e sull'esistenza di patti parasociali. Si tratta, invece, di informazioni importanti per gli azionisti e gli altri interlocutori, in quanto consentono di valutare la possibilità che specifici soggetti possano indirizzare o vincolare l'operato dei vertici aziendali. Pertanto, è auspicabile che le imprese riconoscano la giusta importanza delle comunicazioni sull'assetto del gruppo e sulla struttura societaria e ne forniscano i necessari chiarimenti con esaustività e trasparenza.

4.2.2. La Guida di Assonime ed Emittenti Titoli SpA

La diffusione di relazioni sulla corporate governance apprezzabili per la qualità e la numerosità dei contenuti, oltre che per la forma espositiva adottata, è un obiettivo perseguito non soltanto da Borsa Italiana, interessata a promuovere una comunicazione efficace per il corretto funzionamento dei mercati e la tutela degli investitori, bensì anche da Assonime ed Emittenti Titoli SpA. L'impegno di tali organismi è finalizzato ad offrire, in primo luogo alle società quotate, uno schema di riferimento per migliorare la comunicazione esterna sulla corporate governance ed agevolare lo sviluppo di una maggiore omogeneità tra le relazioni, nella convinzione che la comparabilità tra le strutture di governance sia necessaria per fare emergere i comportamenti più virtuosi adottati dalle imprese.

La *Guida* emanata da Assonime ed Emittenti Titoli – istituti di rappresentanza delle società per azioni e dei gruppi quotati – si propone come un ausilio per il progressivo miglioramento dei documenti sulla corporate governance¹⁵, la cui efficacia può accre-

¹⁵ Da alcuni anni Assonime conduce un'indagine annuale sullo stato di attuazione del codice di autodisciplina delle società quotate. La ricerca – pubblicata per la prima volta nel febbraio del 2003 con riferimento alle relazioni diffuse dalle imprese contestualmente ai bilanci dell'esercizio 2001 – dimostra sia una crescente adesione alle previsioni del codice Preda, sia un progressivo miglioramento della comunicazione sulla corporate governance. Si ritiene doveroso sottolineare, tuttavia, che la natura

scere la reputazione aziendale e costituire una fonte di fiducia e di consenso per le imprese (Figura 4.1).

Per quanto attiene ai contenuti, la *Guida* di Assonime ed Emittenti Titoli distingue tra “informazioni necessarie” e “informazioni utili”, a seconda che si riferiscano alle previsioni del codice di autodisciplina o che siano inserite per autonoma decisione degli organi aziendali, al fine di potenziare gli elementi conoscitivo-valutativi offerti agli stakeholder. A tale scopo, la relazione di corporate governance non dovrebbe rappresentare una mera riproduzione del codice di autodisciplina (o dello statuto aziendale), come talvolta capita di osservare; essa dovrebbe offrire invece un’approfondita informazione sugli interventi effettivamente posti in atto dai vertici aziendali per assicurare la correttezza dell’attività di governance e il contemperamento delle attese.

La *Guida* sottolinea altresì l’importanza di comunicazioni tempestive sulla corporate governance: in effetti, la predisposizione di documenti annuali potrebbe risultare carente, qualora gli organi o le procedure di governo e di controllo subissero modificazioni di rilievo nel corso del periodo. In tali situazioni, potrebbe essere utile redigere una relazione infrannuale di carattere eccezionale o, quanto meno, diffondere informazioni aggiornate anche per mezzo del sito web aziendale, possibilmente in una sezione dedicata alla corporate governance.

Dal punto di vista delle informazioni da veicolare, Assonime ed Emittenti Titoli non si discostano in maniera significativa da quanto suggerito da Borsa Italiana. L’elemento innovativo che si riscontra nel modello proposto dai due organismi consiste, piuttosto, nell’organizzazione espositiva delle informazioni: in effetti, la consultazione della relazione può risultare più agevole se il lettore acquisisce immediatamente la conoscenza dei lineamenti di fondo del sistema di governance adottato dall’impresa, che può successivamente approfondire grazie ai dettagli sulle singole componenti (organi e processi), nonché confrontare rapidamente con i medesimi documenti di altre società. Tutto ciò è reso possibile dalla struttura consigliata dalla *Guida*, che si articola in tre parti.

dell’organismo autore dello studio – ovvero quella di associazione di rappresentanza delle società che redigono le relazioni stesse – potrebbe aver inconsciamente condizionato l’interpretazione delle evidenze empiriche.

Per i risultati dell’indagine si veda: Assonime (2003-2005), *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate, Note e studi*, n. 45, 57, 63, 68.

La relazione dovrebbe aprirsi con un'introduzione generale sul modello di governance dell'impresa, comprendente concise informazioni:

- sugli organi aziendali (informazioni che risultano ancora più rilevanti, data l'attuale discrezionalità riconosciuta alle società per azioni nella scelta del modello più conforme alle proprie caratteristiche: tradizionale, monistico o dualistico);
- sugli assetti proprietari e di gruppo, con l'indicazione del soggetto che esercita la funzione di direzione e coordinamento;
- sulle finalità perseguite;
- sull'adozione di comportamenti socialmente responsabili.

La corposa parte centrale della relazione di governance dovrebbe essere finalizzata a precisare il grado di attuazione del codice di autodisciplina e a motivare il ricorso ad eventuali deroghe: si riscontra, su questo aspetto, una profonda somiglianza con l'impostazione del documento raccomandata, in precedenza, da Borsa Italiana¹⁶.

La *Guida* di Assonime ed Emittenti Titoli attribuisce particolare importanza anche all'indicazione dei soggetti che, pur non facendone parte, partecipano o presenziano alle riunioni del consiglio di amministrazione (ad esempio, il direttore generale) e alle assemblee (amministratori, sindaci): questa precisazione permette ai destinatari della relazione di percepire l'esistenza di una cultura d'impresa improntata al dialogo, al confronto e alla condivisione di valori ed obiettivi.

Da ultimo, la relazione sulla corporate governance dovrebbe offrire alcune tabelle di sintesi per favorire la comparazione spaziale e temporale dei documenti. Le tabelle da allegare sono tre e si propongono di riassumere: la prima, la struttura del consiglio di amministrazione e dei comitati interni; la seconda, la composizione del collegio sindacale¹⁷; la terza, alcune prescrizioni del codice di autodisciplina in materia di sistema delle deleghe, operazioni con parti correlate, procedure di nomina, assemblee, controllo interno e investor relation. Pare opportuno sottolineare, tuttavia, che il ricorso alle tabelle non dovrebbe mai giustificare la mancanza di informazioni descrittive nella sezione più rilevante della relazione di corporate governance; in altri termini, i vertici aziendali, responsabili della comunicazione istituzionale, dovrebbero preferire

¹⁶ In effetti, le tematiche da illustrare si riferiscono: al consiglio di amministrazione, ai comitati e al relativo funzionamento, al sistema di controllo interno, alle procedure per la gestione delle informazioni riservate, alla funzione di investor relation, all'assemblea e al collegio sindacale.

¹⁷ Nelle tabelle dedicate al consiglio di amministrazione, ai comitati interni e al collegio sindacale, è richiesta anche l'indicazione della partecipazione dei singoli membri alle riunioni dell'organo.

l'organicità e la completezza dei contenuti, attribuendo alle tabelle finali una funzione di sintesi e di facilitazione in sede di confronto tra i documenti.

Le istruzioni emanate da Borsa Italiana e da Assonime ed Emittenti Titoli sono sintomatiche di un processo di cambiamento in corso, con significative implicazioni in termini di efficacia aziendale e di generazione di fiducia. Trattandosi, tuttavia, di raccomandazioni non strettamente vincolanti per le imprese, la discrezionalità consentita agli organi di governance rimane assai ampia e lascia spazio per l'assunzione di comportamenti reticenti. L'efficacia della relazione sulla corporate governance risulta, pertanto, strettamente connaturata al valore che i vertici aziendali attribuiscono alla trasparenza e che i diversi organismi ricordati si sforzano di affermare nel mercato.

4.3. La relazione sulle remunerazioni dei vertici aziendali

Il miglioramento delle relazioni tra l'impresa e gli stakeholder è strettamente correlato all'assunzione di comportamenti equi e responsabili da parte dei vertici aziendali. In particolare, l'esistenza di modalità di rendicontazione esterna sulle decisioni che investono direttamente gli interessi dei componenti degli organi di governo, di controllo e di alta direzione, consente agli interlocutori sociali di valutare la correttezza dell'attività di governance ed agevola l'ottenimento di consensi.

Da alcuni anni a questa parte, tra le condizioni che portano ad apprezzare l'atteggiamento adottato dai vertici aziendali nelle relazioni con il pubblico, sta acquistando crescente rilevanza la trasparenza sui sistemi di remunerazione dei soggetti che ricoprono posizioni chiave per l'efficace funzionamento dell'impresa. Al riguardo, le attese conoscitive esterne tendono a concentrarsi su due aspetti:

- l'entità dei compensi erogati a coloro che fanno parte degli organi amministrativi, di sorveglianza e di direzione;
- i criteri che caratterizzano il sistema di remunerazione dei vertici. Questo dovrebbe possedere l'attitudine ad incentivare almeno alcuni¹⁸ tra i membri degli organi isti-

¹⁸ Gli amministratori delegati e il top management, direttamente coinvolti nell'attuazione degli indirizzi di vertice, possono essere variamente incoraggiati a perseguire gli obiettivi predeterminati: mediante incentivi non monetari, connessi ai bisogni di stima e realizzazione (ad esempio, con il conferimento di deleghe estese o con promozioni), oppure attraverso premi di carattere economico. Ad ogni

tuzionali, prevedendo una relazione tra compensi e specifici parametri economici, il cui raggiungimento sia confacente anche alla soddisfazione degli stakeholder.

La forma, la struttura e il livello di remunerazione dei vertici aziendali possono costituire una materia di competenza assembleare; in alternativa, possono essere demandati al consiglio di amministrazione, che provvede a ripartire tra i propri componenti il compenso complessivo deliberato dagli azionisti per l'intero organo, nonché a stabilire la remunerazione dei consiglieri delegati e investiti di particolari cariche.

Nel caso in cui la politica di remunerazione sia gestita dal consiglio di amministrazione, la discussione collegiale, i suggerimenti e le valutazioni dei componenti non esecutivi e indipendenti¹⁹ configurano le premesse per l'assunzione di scelte consapevoli e meditate, dirette a comporre armonicamente gli interessi degli amministratori, quelli dei soci (e specificamente degli shareholder di minoranza) e le attese di corretta distribuzione delle risorse, di cui sono portatori tutti gli interlocutori aziendali.

La politica di remunerazione dei massimi organi aziendali è in grado di agevolare l'assunzione e la permanenza nell'impresa di amministratori e dirigenti professionalmente qualificati, in quanto può risultare un utile strumento per la loro motivazione. Inoltre, se correttamente impostata, la politica di remunerazione può favorire l'adozione di orientamenti gestionali di lungo termine; questi, privilegiando lo sviluppo duraturo dell'impresa rispetto a performance di breve periodo rilevanti ma di incer-

modo, entrambe le modalità sono strettamente legate al fatto che questi soggetti esercitano funzioni esecutive all'interno dell'organizzazione, con la possibilità di orientarne concretamente le attività e i risultati.

Al contrario, gli amministratori indipendenti possono assolvere le proprie competenze di vigilanza e supervisione, con la dovuta autonomia ed imparzialità, soltanto se mantengono il giusto distacco dalle attività operative. La previsione di remunerazioni legate ai risultati aziendali potrebbe, invece, indurre gli amministratori indipendenti ad assumere incarichi esecutivi diretti, per contribuire in prima persona al raggiungimento degli obiettivi contemplati nel sistema di remunerazione variabile.

A giudizio di chi scrive, è pienamente condivisibile la già ricordata raccomandazione di Nedcommunity, che sconsiglia l'impiego di remunerazioni variabili per gli amministratori indipendenti, per evitare calcoli economici che possono far venire meno l'indipendenza di tali consiglieri.

¹⁹ Si ricorda che la determinazione dei compensi degli amministratori esecutivi e dei consiglieri investiti di particolari cariche, nonché la formulazione dei criteri cui improntare la remunerazione degli alti dirigenti, sono sovente affidate ad un apposito comitato per le remunerazioni composto in maggioranza da amministratori non esecutivi. Come si è visto, la costituzione di tale comitato è raccomandata da numerosi codici di autodisciplina, che ne hanno effettivamente determinato una significativa diffusione nelle società quotate. La funzione del comitato resta tuttavia meramente propositiva e consultiva: in altri termini, il comitato non ha potere deliberativo e si limita ad assistere il consiglio di amministrazione attraverso lo svolgimento dei lavori preparatori alla decisione inerente la politica di remunerazione. Nello svolgimento delle proprie funzioni, il comitato può avvalersi anche di consulenti esterni indipendenti, che possono fornire indicazioni sulla tendenza dei compensi nel settore, fornendo altresì utili spunti ed osservazioni per la progettazione del sistema retributivo-incentivante.

ta sostenibilità, accrescono il consenso e la fiducia dell'ambiente attorno al progetto strategico d'impresa e, in particolare, alle differenti modalità attraverso cui ne è perseguita l'attuazione. Il sistema di incentivazione e di remunerazione costituisce, per l'appunto, una di queste modalità.

In effetti, la remunerazione dei vertici aziendali tende a presentare, sempre più di frequente, una composizione mista, così sintetizzabile:

- a) una parte fissa, determinata in funzione di numerosi fattori: gli incarichi assegnati ai singoli individui, l'esperienza, l'anzianità, le competenze, nonché le dimensioni dell'impresa e il suo settore di attività²⁰;
- b) una parte variabile, generalmente commisurata ai risultati di breve o di lungo periodo conseguiti dall'azienda globalmente, dai singoli beneficiari della remunerazione o dalle funzioni o divisioni presso le quali essi prestano più direttamente la propria opera;
- c) un complesso di indennità e fringe benefit di differente valore (dai rimborsi spese fino ai piani di accumulo per pensioni integrative), che di fatto possono esercitare un'influenza non trascurabile sulla continuità del rapporto di lavoro che lega all'azienda i dirigenti e i consiglieri esecutivi.

Tra le componenti citate, quella variabile sembra rivestire importanza per l'efficace governance dell'impresa. Accanto alla sua funzione organizzativa, identificabile nel potere motivante²¹ e nella capacità di sviluppare un più profondo senso di appartenen-

²⁰ Cfr.: Zattoni A. (2001), "I piani di stock option per il top management", in Airoldi G. e Zattoni A. (a cura di), *Piani di stock option: progettare la retribuzione del top management*, Egea, Milano, p. 3.

²¹ La letteratura ha più volte enfatizzato l'approccio contingente che deve trovare applicazione ogni qualvolta venga progettato ed istituito un sistema di remunerazione incentivante, che non può prescindere dalla preventiva analisi dell'assetto organizzativo d'impresa.

In primo luogo, il sistema di remunerazione incentivante può essere efficace se esistono precise variabili organizzative, come uno stile di direzione partecipativo e una cultura aperta alla delega: si tratta, infatti, delle condizioni che determinano il grado di autonomia dei manager e che portano questi ultimi ad accettare obiettivi sfidanti. Inoltre, è necessario che gli obiettivi perseguiti ed i connessi risultati siano misurabili con precisione dai soggetti ai quali sono attribuiti: in caso contrario, potrebbe instaurarsi un clima di incertezza e di frustrazione. Ancora, il sistema incentivante è efficace per l'impresa soltanto se i soggetti cui è rivolto hanno la consapevolezza che il loro contributo non dovrebbe fermarsi al raggiungimento dell'obiettivo stabilito, in quanto questo dovrebbe rappresentare solamente un primo traguardo. Infine, quanto più è complessa l'attività di coloro che ambiscono all'incentivo, tanto più essi dovrebbero essere messi in condizione di influire direttamente sull'organizzazione e sull'impiego delle variabili loro assegnate.

Nel complesso, dunque, la progettazione di un buon sistema di remunerazione incentivante tende a rivelarsi alquanto difficoltosa; inoltre, non si hanno garanzie sull'effettivo grado di accettazione dello stesso né sulla sua validità, che dipende da molteplici fattori di contesto solo parzialmente preordinabili.

Sul tema si vedano, tra gli altri: Golzio L. (1990), "La retribuzione variabile legata ai risultati aziendali: elementi di progettazione organizzativa", *Politiche del lavoro*, n. 14; Pilati M. (1995), "Le forme

za all'azienda, la remunerazione variabile in rapporto alle performance può, infatti, aiutare gli amministratori e i manager ad assumere decisioni e comportamenti che migliorano l'efficacia complessiva della gestione e sostengono la crescita dell'impresa nel tempo: ciò, evidentemente, quando l'integrazione del compenso sia concessa in seguito al raggiungimento di un prestabilito obiettivo economico (di reddito, di fatturato, di quota di mercato, di quotazione del titolo, ecc.). Di conseguenza, può svilupparsi una maggiore compatibilità tra gli interessi dei massimi esponenti istituzionali e le attese di durabilità ed economicità che convergono nell'impresa da più direzioni.

Le deliberazioni relative al sistema di remunerazione dei vertici rischiano, tuttavia, di dare luogo a conflitti di interesse per gli amministratori. Le regole per effetto delle quali il processo decisionale dovrebbe improntarsi ai principi di equità, correttezza ed indipendenza (discussione e delibera collegiale; parere del comitato per le remunerazioni, composto in prevalenza da consiglieri non esecutivi; astensione e allontanamento dell'amministratore interessato), possono non rappresentare una garanzia sufficiente per gli azionisti e per gli altri stakeholder. La positiva interazione tra gli organi istituzionali e l'ambiente si correla, dunque, alla promozione di un proficuo dialogo incentrato sulle caratteristiche del sistema di remunerazione, sui livelli retributivi e sui parametri che li influenzano.

In altri termini, i vertici aziendali devono adottare atteggiamenti trasparenti nella comunicazione sulle remunerazioni, precisandone l'entità e la composizione, in modo da consentire agli azionisti e agli altri conferenti di risorse di controllare dall'esterno la destinazione del valore generato mediante l'attività d'impresa.

In tal senso, la comunicazione istituzionale delle imprese è destinata ad arricchirsi di un nuovo complesso di informazioni, specificamente dedicate alla remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, di gestione e di sorveglianza nelle società quotate. Si tratta di una serie di notizie richieste da una raccomandazione della Commissione Europea, la quale individua – nell'informativa in oggetto – le potenzialità per promuovere la fiducia durevole degli investitori e per rafforzare la cultura della trasparenza da parte delle imprese che si rivolgono ai mercati dei capitali²².

di retribuzione variabile del lavoro e governo istituzionale”, in Airoidi G., Amatori F. e Invernizzi G. (a cura di), *Proprietà e governo delle aziende italiane*, Egea, Milano.

²² Cfr.: Commissione Europea (2004), *Raccomandazione del 14 dicembre relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate*, n. 2004/913/CE.

La comunicazione sulle remunerazioni dei vertici aziendali non costituisce, di per sé, un'assoluta novità per l'ordinamento italiano. Infatti, le società quotate nel mercato nazionale sono già obbligate a fornire nella nota integrativa i dati sui compensi (monetari e non monetari), sulle stock option e sulle azioni assegnate ad amministratori, sindaci e direttori generali, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma, anche da società controllate e pure nel caso in cui il rapporto tra il beneficiario e l'impresa abbia coperto solamente una frazione dell'esercizio²³. Allo stesso modo, la relazione sulla gestione deve contenere una serie di informazioni sui piani di stock option, che vanno dalle motivazioni che ne hanno suggerito l'adozione, ai dettagli sulla durata, sulle modalità di assegnazione e di esercizio delle opzioni, nonché sull'ammontare delle azioni per le quali è ancora pendente l'opzione²⁴. Da ultimo, alcune informazioni possono essere desunte dalla relazione sulla corporate governance, come in precedenza illustrato.

È importante sottolineare che la Commissione Europea non impone la redazione di un documento autonomo sulla materia in oggetto, autorizzando l'inserimento delle informazioni nei conti annuali o nei loro allegati²⁵. Tuttavia, l'efficacia della comunicazione sulle remunerazioni può rafforzarsi, a giudizio di chi scrive, per effetto di una ordinata composizione delle informazioni in un unico documento, di più facile consultazione rispetto alla lettura del fascicolo di bilancio. Pertanto, è auspicabile che la comunicazione sulle remunerazioni trovi sistematizzazione in una specifica relazione, analogamente a quanto avviene per l'informativa sulle strutture e sui processi di corporate governance, grazie soprattutto all'intervento di Borsa Italiana e di Assonime ed Emittenti Titoli.

Anche la relazione sulle remunerazioni dei vertici aziendali deve rientrare in un progetto di comunicazione istituzionale integrata, tesa ad attribuire specifiche funzioni informative a ciascun documento, pur conservando un approccio intrinsecamente coerente per la complessiva qualificazione dell'immagine aziendale. In particolare, le im-

Gli Stati membri dell'Unione Europea sono invitati ad adottare le disposizioni necessarie per promuovere l'applicazione della raccomandazione entro il 30 giugno 2006. La relazione sulle remunerazioni deve essere predisposta dalle società quotate che hanno sede legale in uno degli Stati membri o i cui titoli sono scambiati principalmente in un mercato dell'Unione Europea.

²³ Così è disposto dall'art. 78 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999.

²⁴ Si veda in proposito la Comunicazione Consob n. 11508 del 15 febbraio 2000.

²⁵ L'art. 3.1 della Raccomandazione, che identifica la redazione di un apposito documento come una delle alternative possibili, suggerisce inoltre che la dichiarazione sul sistema di remunerazione dei vertici sia pubblicata anche nel sito web aziendale. La Commissione Europea si dimostra così assai sensibile alle esigenze di massima accessibilità ai documenti societari avanzate dagli stakeholder.

prese devono sviluppare continuità di contenuti tra la relazione sulla corporate governance e quella sui sistemi di remunerazione degli amministratori e dei dirigenti.

Al riguardo, in molti casi la relazione sulla corporate governance risulta carente sotto il profilo della comunicazione sui sistemi di retribuzione degli organi di governo. D'altra parte, un suo ulteriore arricchimento rischierebbe di appesantirne eccessivamente i contenuti. In questo senso, la relazione sulle remunerazioni può rappresentare un utile complemento per il documento già redatto dalle imprese, anche se pare opportuno che quest'ultimo – in attesa che si diffonda la nuova relazione sui compensi – si sforzi di offrire una rappresentazione sufficientemente esaustiva del sistema retributivo. In particolare, dall'analisi della relazione di governance dovrebbero emergere le grandezze economiche di riferimento per l'indirizzo e la valutazione dell'operato degli amministratori e del top management, selezionate con una logica di armonizzazione degli interessi dei vertici e degli interlocutori sociali.

Ad evidenza, una relazione autonoma sull'argomento si presta, comunque, ad un maggior grado di approfondimento. Essa può infatti proporre validi confronti temporali, comprendendo indicazioni in merito all'evoluzione dei compensi rispetto all'esercizio precedente e in prospettiva futura; può altresì precisare quale effetto gli incentivi abbiano prodotto sul perseguimento degli obiettivi economici prefissati e sull'andamento della gestione. In questo modo, gli azionisti sono messi nella condizione di valutare la validità del sistema retributivo, osservato nelle sue componenti fisse e variabili, rispetto al raggiungimento dei risultati aziendali desiderati e, pertanto, la sua attitudine ad orientare il governo dell'impresa verso la soddisfazione di tutte le attese²⁶.

²⁶ Oltre all'evoluzione del sistema retributivo incentivante, l'art. 3 della Raccomandazione suggerisce di inserire nella dichiarazione sulle remunerazioni (in un documento autonomo o nei conti annuali):

- a) la spiegazione dell'importanza delle componenti fisse e variabili del compenso;
- b) le informazioni sui criteri da cui dipende l'attribuzione della componente variabile, anche sotto forma di esercizio di diritti d'opzione sull'assegnazione o sull'acquisto di azioni;
- c) le informazioni sulla correlazione tra la remunerazione e le prestazioni;
- d) le informazioni sui parametri e sulle motivazioni per la concessione di premi annuali e di compensi non monetari;
- e) la descrizione dei regimi pensionistici integrativi e di prepensionamento per gli amministratori;
- f) le condizioni contrattuali degli amministratori con incarichi esecutivi (durata del contratto, termini di preavviso, trattamento di fine rapporto, ecc.);
- g) la descrizione della procedura mediante la quale vengono studiati ed attivati i sistemi di remunerazione, con specifico riferimento al ruolo del comitato per le remunerazioni (di cui è importante ricordare la composizione nominativa), dei consulenti esterni e dell'assemblea degli azionisti.

Inoltre, è importante che la relazione si concentri sui singoli beneficiari dei compensi²⁷, affinché sia chiarito il rapporto tra le condizioni e gli impegni professionali di ciascun amministratore o dirigente e la remunerazione accordata dal consiglio di amministrazione, specialmente quando l'assemblea si sia limitata ad approvare il compenso complessivo spettante all'intero organo.

Nel contesto descritto, si fa sempre più insistente la ricerca di informazioni sui sistemi di remunerazione che prevedono la partecipazione, immediata o posticipata, dei vertici aziendali al capitale di rischio. Ciò è tecnicamente possibile attraverso i piani di stock grant e di stock option²⁸, che prevedono rispettivamente: i primi, l'attribuzione di azioni ad amministratori e dirigenti, gratuitamente o ad un prezzo agevolato; i secondi, l'assegnazione di opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni, sulla base di condizioni vantaggiose (di durata e di prezzo) per i titolari delle opzioni²⁹.

²⁷ Al riguardo, la Commissione Europea raccomanda trasparenza anche sulle caratteristiche dei contratti degli amministratori e dei dirigenti, richiedendo la precisazione sul periodo di preavviso e sul trattamento di fine rapporto di lavoro. Inoltre, per ogni soggetto la relazione deve precisare (art. 5):

- a) la totalità degli stipendi corrisposti o dovuti dalla società, compresi i gettoni di presenza fissati dall'assemblea;
- b) i compensi provenienti da altre imprese del gruppo;
- c) la remunerazione sotto forma di partecipazione agli utili o di premi e le motivazioni sottostanti;
- d) i compensi per prestazioni non rientranti nelle tipiche competenze dell'amministratore o del dirigente;
- e) le indennità per la cessazione dell'incarico nel corso dell'esercizio;
- f) il valore totale delle remunerazioni non monetarie;
- g) le informazioni sull'adesione del soggetto a piani di stock grant (assegnazione di azioni) e di stock option (assegnazione di opzioni su azioni);
- h) il trattamento pensionistico integrativo;
- i) i rapporti di finanziamento e di garanzia intercorsi tra l'impresa e l'amministratore (o il dirigente).

²⁸ Dal punto di vista contabile, in questa sede ci si limita a ricordare che il principio contabile internazionale IFRS 2 esige, per la prima volta, che le imprese iscrivano nel conto economico e nello stato patrimoniale gli effetti di operazioni con pagamento basato su azioni, inclusi i costi relativi alle operazioni in cui vengono assegnate opzioni agli amministratori, ai dirigenti e al personale. In passato, invece, le due tavole di sintesi non davano rappresentazione di tali operazioni, di cui era fornita solamente una descrizione nella nota integrativa: in sostanza, i pagamenti basati sull'assegnazione di azioni ed opzioni non influivano sul reddito d'esercizio.

Con l'IFRS 2, l'emissione di strumenti finanziari impiegati come mezzi di pagamento comporta la rilevazione di un costo nel conto economico – a fronte delle prestazioni di amministratori e dirigenti – e un incremento del patrimonio netto. La valutazione è fatta in base al *fair value* degli strumenti finanziari assegnati come incentivo e contropartita delle prestazioni.

Per uno studio approfondito sugli effetti contabili dei pagamenti basati su strumenti equity, si rinvia a: Corbella S. (2004), *I piani di stock grant e stock option destinati al personale. Profili di misurazione del reddito di esercizio*, FrancoAngeli, Milano.

²⁹ L'assegnazione diretta di azioni e l'attribuzione di opzioni per acquistarle o sottoscriverle perseguono entrambe l'obiettivo di orientare le decisioni e i comportamenti degli esponenti aziendali verso il rafforzamento della quotazione dei titoli per periodi di tempo non brevi. Ciononostante, le due tecniche presentano alcune differenze di rilievo, tali per cui il potere incentivante delle stock option sembra superare quello della titolarità delle azioni. Ciò si verifica in quanto l'esercizio dell'opzione – che permette di usufruire di un prezzo privilegiato per l'acquisto delle azioni – può essere vincolato al raggiungi-

Nel complesso, si tratta di strumenti cui le imprese fanno ricorso nel tentativo di allineare gli interessi degli amministratori e dell'alta dirigenza a quelli degli azionisti, anche se talvolta l'efficacia di questi meccanismi in funzione dell'attuazione di una positiva attività di corporate governance e di contemperamento delle attese è stata sopravvalutata, per l'eccessiva enfasi posta sui conferenti di capitale di rischio³⁰.

La contemporanea posizione di amministratore (o dirigente) ed azionista, che deriva dalla assegnazione diretta di titoli o dall'esercizio delle opzioni, genera una specifica necessità di tutelare gli stakeholder attraverso la predisposizione di informazioni puntuali e trasparenti in merito ai piani di stock grant e di stock option. Tali informazioni devono costituire oggetto della relazione sulle remunerazioni dei vertici aziendali, nella quale vanno precisati il numero di azioni o di opzioni concesse e, con riferimento a queste ultime, l'intensità di esercizio da parte dei titolari.

In particolare, i dettagli sui prezzi di sottoscrizione o di acquisto delle azioni, confrontati con il corso dei titoli, permettono agli azionisti e agli altri interlocutori sociali di valutare l'effettivo beneficio di cui hanno potuto avvalersi gli amministratori e i dirigenti, accrescendo il proprio patrimonio mobiliare o le disponibilità finanziarie (nel caso in cui le azioni siano state successivamente cedute sul mercato). In altri termini, le informazioni contenute nella relazione sulle remunerazioni possono migliorare la

mento di un determinato obiettivo economico, compatibile con i programmi aziendali e con le attese convergenti nell'impresa.

Cfr.: Zattoni A. (2001), "I piani di stock option per il top management", in Airoldi G. e Zattoni A. (a cura di), *Piani di stock option: progettare la retribuzione del top management*, Egea, Milano, p. 12.

³⁰ Come riconosce Airoldi, la correlazione tra gli interessi degli amministratori e quelli degli azionisti è sicuramente perseguibile grazie alle stock option; l'enfasi su tale strumento comporta però il rischio di trascurare le attese degli altri stakeholder, che non sono direttamente riconducibili alla quotazione dei titoli. Inoltre, l'attribuzione di opzioni agli amministratori e ai dirigenti non è l'unico sistema per indirizzarne il comportamento verso le attese degli azionisti: un meccanismo assai più semplice è la correlazione tra performance individuali o aziendali e entità dei compensi. Peraltro, quest'ultima forma risulta di immediata comprensibilità per tutti gli interlocutori aziendali, a differenza dei piani di stock option che, sovente, sono poco trasparenti.

Lo stesso Autore sottolinea, comunque, che i sistemi di remunerazione sono soltanto una delle leve importanti della corporate governance; la stessa relazione tra compensi dei vertici e performance aziendali non è sempre realizzabile, perché i risultati aziendali sono influenzati e determinati solo parzialmente dal comportamento degli amministratori e dei dirigenti. «Legare in modo meccanicistico la remunerazione degli amministratori alle performance è sempre una scelta "semplificatrice"; può diventare una scelta "pericolosa" quando le remunerazioni sono legate a un solo indicatore di performance [...]; diventa una scelta "temeraria" quando la remunerazione è legata esclusivamente e meccanicisticamente alle quotazioni di borsa dei titoli azionari che, notoriamente, possono fare registrare variazioni anche grandissime e poco o nulla legate al comportamento degli amministratori». Corbella S. (2004), *I piani di stock grant e stock option destinati al personale. Profili di misurazione del reddito di esercizio*, FrancoAngeli, Milano. in Airoldi G. e Zattoni A. (a cura di), *Piani di stock option: progettare la retribuzione del top management*, Egea, Milano, pp. 42-43.

trasparenza sul compenso che i componenti degli organi istituzionali hanno complessivamente ricevuto; in più, lo sottopongono al giudizio dei terzi oltre che a quello dell'assemblea (la quale dovrebbe autorizzare preventivamente il piano di stock option, visto che la sua applicazione potrebbe comportare variazioni non trascurabili negli assetti proprietari).

La relazione sui sistemi di remunerazione dei vertici può, dunque, consentire agli stakeholder di accedere ad informazioni strettamente riconducibili alle dinamiche interne al consiglio di amministrazione. In effetti, la relazione dovrebbe illustrare non solo i compensi ma anche i criteri in base ai quali sono stati determinati, offrendo una esaustiva spiegazione delle motivazioni per le quali il consiglio di amministrazione li ha adottati, nonché delle finalità che esso si propone di raggiungere.

4.4. La comunicazione sul controllo interno e sulla gestione dei rischi

Il soddisfacimento delle attese degli stakeholder è la condizione che garantisce la durabilità dell'impresa nel tempo. Al fine di migliorare l'efficacia globale dei processi di governo, è opportuna l'attivazione di selezionate procedure di controllo interno, tra le quali assumono particolare importanza quelle finalizzate a³¹:

1. garantire la correttezza e l'affidabilità della comunicazione istituzionale, con particolare riferimento a quella economico-finanziaria;
2. identificare, monitorare e gestire i fattori di rischio che minacciano il preordinato svolgimento delle attività.

È essenziale che l'impresa adotti un approccio idoneo a valorizzare gli sforzi profusi per realizzare un adeguato controllo interno. In relazione al primo aspetto, essa deve a tal fine offrire certezze agli stakeholder sull'idoneità del sistema informativo-comunicazionale a produrre e diffondere nell'ambiente informazioni attendibili, complete, trasparenti e tempestive. In questo senso, gli interlocutori sociali devono essere messi al corrente sulle forme di controllo e di revisione attraverso le quali sono verificate con sistematicità:

³¹ È solo il caso di ricordare che, oltre alle finalità citate, il controllo interno si propone di controllare l'efficienza e l'efficacia delle operazioni di gestione, di garantire la salvaguardia del patrimonio e di verificare il rispetto delle disposizioni normative e statutarie.

- a) l'adeguatezza della struttura informativa in rapporto ai fabbisogni conoscitivi interni (connessi all'attività di governo e di orientamento comportamentale) ed esterni (legati alla valutazione della performance economica e competitiva dell'impresa, nel rispetto delle attese sociali ed ambientali);
- b) la qualità delle informazioni prodotte e veicolate;
- c) l'idoneità dei processi di divulgazione delle informazioni a rispettare le regole per un'equa informazione al mercato, in condizione di parità di trattamento di tutti i soggetti interessati, affinché non si verifichino ingiustificate asimmetrie informative tra gli operatori aziendali, gli azionisti che partecipano più attivamente alla vita dell'impresa e gli altri conferenti di risorse.

Per quanto riguarda la gestione dei rischi, l'impresa può consolidare la fiducia dell'ambiente ed accrescere le potenzialità di acquisizione di consenso e risorse, predisponendo un'informativa per gli interlocutori esterni avente ad oggetto le procedure utilizzate per identificare, gestire e monitorare le variabili di potenziale manifestazione: ciò è necessario per assicurare che i vertici abbiano adottato tutte le modalità utili ad agevolare il raggiungimento degli obiettivi prefissati secondo efficacia, efficienza ed economicità, nel tentativo di contenere gli effetti negativi derivanti dal concretizzarsi dei rischi precedentemente individuati³².

Non va trascurato che il rischio discende da condizioni di limitata conoscenza ed è connaturato, pertanto, all'esistenza stessa dell'impresa; ciò non toglie che quest'ultima possa cercare di ridurre l'incertezza sull'evoluzione della gestione, attraverso un'analisi approfondita:

- delle aree di rischio, definite specificamente in funzione dell'attività svolta e del settore di appartenenza;
- delle variabili che su di esse incidono maggiormente;

³² Osserva al riguardo Gandini: «La condizione di rischiosità dei fenomeni aziendali deve essere vissuta come vincolo fisiologico che può indurre alla ricerca del miglioramento continuo, ad anticipare le risposte alle attese degli attori sociali, a predisporre, secondo opportunità e lungimiranza, obiettivi, piani e programmi, risorse umane, risorse materiali e immateriali.

La gestione dei rischi consiste nell'evitare il mancato raggiungimento degli obiettivi, o, più precisamente, nel prevedere e analizzare i fattori che possono determinare condizioni di impedimento o di difficoltà allo svolgimento delle attività di gestione e/o al conseguimento dei risultati attesi». Gandini G. (2004), *Internal auditing e gestione dei rischi nel governo aziendale*, FrancoAngeli, Milano, p. 94.

- delle procedure mediante le quali è possibile monitorare l'andamento dei fattori di rischio e ridurre l'impatto sulle strutture, sui processi aziendali e sulla correlata formazione di risultati economici, competitivi, socio-ambientali;
- delle modalità di trasferimento di alcune tipologie di rischi a soggetti esterni, tramite forme di assicurazione.

L'impegno dei vertici aziendali ad autorizzare, organizzare, attivare e sorvegliare – tramite appositi organi e funzioni³³ – tutti gli interventi utili a limitare il verificarsi di eventi dannosi imprevisti, è sintomatico di un governo responsabile ed è apprezzato dagli interlocutori sociali che ne acquisiscono la consapevolezza. La comunicazione sull'attività di risk management può rivestire, dunque, un ruolo significativo per la continuità delle relazioni tra l'impresa e l'ambiente, fondandosi sulla trasparenza che è il presupposto irrinunciabile per ottenere la collaborazione degli interlocutori esterni.

La comunicazione sul sistema di controllo interno e, specificamente, sulla gestione dei rischi è fortemente promossa da numerosi organismi di professionisti contabili e di auditor, nonché dalle autorità di vigilanza sui mercati³⁴.

³³ Concentrando l'attenzione sul caso italiano, si ricordano il comitato per il controllo interno ed il preposto, le competenze dei quali sono tutte riconducibili a garantire l'efficacia e il buon funzionamento del sistema di controllo interno. Non vanno tuttavia trascurate le funzioni di indirizzo e di monitoraggio svolte dal consiglio di amministrazione, così come quelle esecutive realizzate dagli amministratori delegati, che danno attuazione alle scelte del consiglio.

È altresì rilevante il contributo della funzione indipendente di internal auditing (in molti casi affidata al preposto), in termini di revisione e di consulenza per il continuo perfezionamento del sistema di controllo interno.

³⁴ Tra le istituzioni più attive nella promozione dell'informativa sulla gestione dei rischi si segnala l'Institute of Chartered Accountants in England and Wales (Icaew), che ha pubblicato numerosi documenti orientativi sul tema. Tra gli altri si ricordano:

- a) Icaew (1997), *Financial Reporting of Risk. Proposals for a Statement of Business Risk*, contenente una prima proposta di organizzazione – in una sezione dell'*annual report* – di informazioni qualitativamente apprezzabili sui rischi d'impresa e sulla loro gestione, per consentire ai destinatari del bilancio di comprendere le variabili che possono influire sulla formazione dei risultati d'esercizio;
- b) Icaew (1999), *No Surprises. The case for better risk reporting*, documento pensato soprattutto per proteggere gli azionisti che non prendono parte diretta alle attività di gestione e di controllo e necessitano di informazioni per valutare la variabilità cui è sottoposto il rendimento di capitali che hanno conferito all'impresa;
- c) Icaew (2002), *No Surprises. Working for better risk reporting. A position paper*, che pone enfasi sulle connessioni tra comunicazione dei rischi e riduzione del costo del capitale.

Considerando, invece, gli obblighi di comunicazione previsti dagli organismi di regolamentazione dei mercati borsistici, emerge la richiesta di informazioni sui rischi che la SEC rivolge alle società (anche straniere) quotate nei mercati statunitensi. Più precisamente, le società americane devono illustrare gli obiettivi, le politiche e gli strumenti impiegati per contenere i rischi, mentre quelle straniere devono approfondire anche i fattori di rischio collegati al settore e quelli specifici dell'azienda, oltre ai rischi di mercato.

Per un'analisi approfondita sulle posizioni delle associazioni professionali e delle istituzioni di vigilanza sui mercati, si rinvia a: Carlon S., Loftus J. A. e Miller M. C. (2000), *The Challenge of Risk Reporting: Regulatory and Corporate Responses*, working paper presentato all'*Annual Congress of the*

Nel contesto italiano, tuttavia, stenta ancora ad affermarsi un'informazione compiuta sulla tematica in oggetto³⁵. In particolare, la scarsa informativa sui rischi, sulle modalità di gestione delle variabili cui essi si correlano e sulle azioni tese a contenerne gli effetti, lascia intendere una pesante reticenza a manifestare i punti vulnerabili dell'azienda, probabilmente per timore di attribuire un vantaggio competitivo ai concorrenti, di perdere credibilità nei confronti del sistema finanziario o di rendere più difficoltosa l'instaurazione di nuove relazioni di partnership e di co-makership. A fronte di questa preoccupazione, le imprese tendono sovente a trascurare gli effetti positivi di cui potrebbero beneficiare facendo conoscere anche le strategie di intervento studiate ed attivate.

L'assunzione di comportamenti trasparenti e responsabili dovrebbe portare, al contrario, a predisporre informazioni sui rischi e sulle correlate modalità di gestione, per agevolare i processi valutativi degli stakeholder e per non tradire le attese che discendono dalle loro scelte di allocazione delle risorse, sulle quali incidono principalmente due elementi: le aspettative di redditività e il grado di accettazione dei rischi³⁶.

All'interno della più ampia comunicazione istituzionale, la comunicazione sui rischi può peraltro consentire di raggiungere particolari finalità che migliorano l'efficacia della corporate governance e delle condizioni di funzionamento dell'impresa, a partire dalla constatazione che un'informativa più ricca accresce la protezione di tutti gli interlocutori sociali. Inoltre, la predisposizione stessa

European Accounting Association, Monaco, 29-31 marzo; Ebberts G. (2001), *Risk Reporting*, working paper presentato all'*International Workshop on Accounting and Regulation*, Siena, 27-29 settembre; Allegrini M. (2003), *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria. Principi e contenuti*, Giuffrè, Milano, pp. 228-231.

³⁵ In Italia, l'attenzione per il controllo interno e per la gestione dei rischi caratterizzano, soprattutto, le imprese bancarie ed assicurative. Questo orientamento è peraltro sollecitato dagli obblighi introdotti da Banca d'Italia e Isvap; i due organi di vigilanza sono infatti i destinatari di specifiche comunicazioni sui sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi attivati dalle società dei rispettivi settori.

³⁶ Come osserva Allegrini, «le scelte economiche si fondano sostanzialmente su due variabili, vale a dire la redditività e, appunto, il rischio.

Il bilancio è tradizionalmente centrato sul primo dei due aspetti, ovvero sul reddito e sul connesso capitale, mentre dà una rappresentazione solo parziale del fenomeno rischio.

L'informativa non contabile [...] affronta indirettamente entrambe le variabili, visto che la descrizione delle caratteristiche essenziali del sistema d'azienda è volta proprio a consentire ai destinatari di apprezzare la capacità reddituale, le minacce e le opportunità, le potenzialità e gli elementi di vulnerabilità. Ciò nondimeno, da più parti si è sentita l'esigenza di approfondire maggiormente l'informativa sui rischi, attribuendo alla stessa uno spazio relativamente autonomo nell'ambito della comunicazione esterna».

Si veda in proposito: Allegrini M. (2003), *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria. Principi e contenuti*, Giuffrè, Milano, p. 228.

dell'informativa sui rischi sollecita una più attenta riflessione da parte dei vertici aziendali ed offre solide premesse per i processi decisionali e valutativi³⁷.

La rappresentazione obiettiva e ben articolata delle modalità di gestione e contenimento dei rischi permette ai vertici aziendali e agli stakeholder di elaborare previsioni più verosimili sull'evoluzione della gestione: in tal senso, l'informativa sul sistema di risk management integra l'informativa prospettica sui risultati attesi, permettendo ai terzi di interpretarla con maggiore ragionevolezza. Sotto questo profilo, la comunicazione sui rischi è d'ausilio a molteplici tipologie di stakeholder, tra le quali spiccano:

- gli azionisti e gli investitori potenziali, che decidono come destinare le proprie risorse agli operatori economici;
- le altre imprese, che valutano la convenienza ad instaurare interazioni di lungo termine con l'azienda;
- le istituzioni finanziarie, che acquisiscono elementi sulla probabile capacità dell'azienda di far fronte agli impegni assunti.

Una chiara informativa sul sistema di controllo interno e di gestione dei rischi può favorire, peraltro, il contenimento del costo dei capitali presi a prestito, in quanto dimostra che i vertici aziendali hanno attivato le misure necessarie per proteggere l'equilibrio economico-finanziario della gestione cercando di prevenire gli eventi sfavorevoli.

Un altro beneficio per l'attività di governance derivante dalla comunicazione sui rischi e sugli interventi per prevenirli, gestirli e monitorarli consiste nella possibilità di ridimensionare le asimmetrie informative tra gli stakeholder aziendali. Infatti, la rilevanza degli interessi coinvolti nel governo d'impresa può comportare un trattamento privilegiato a favore di alcuni soggetti (ad esempio, gli azionisti di maggioranza, i principali finanziatori a titolo di prestito ma anche gli analisti finanziari), che per il ruolo ricoperto possono più facilmente accedere alle informazioni sull'impresa, sui

³⁷ Si legge al riguardo in un documento dell'Institute of Chartered Accountants in England and Wales (Icaew): «On the basis that “what gets reported gets managed”, a company which adopts a more rigorous and consistent approach to reporting risk is likely to improve its own risk management process. [...] Management can add value to a company by managing risk and reporting that fact. Robust and visible risk management will improve perceptions of management quality and hence strengthen a company». In sostanza, la scelta di predisporre forme di reporting sulla gestione dei rischi incoraggia il miglioramento delle procedure a tal fine utilizzate e del sistema di controllo interno complessivamente considerato.

Per approfondimenti si rinvia a: Icaew (1997), *Financial Reporting of Risk. Proposals for a Statement of Business Risk*, p. 7.

fattori critici, sulle aree maggiormente esposte ai rischi, sulle strategie per fronteggiare l'aleatorietà della gestione, nonché sulle potenzialità di sviluppo nel tempo.

Ad evidenza, l'equo contemperamento delle attese non è compatibile con la divulgazione di informazioni differenti a soggetti diversi e in sedi separate (salvo che ciò non dipenda da difficoltà interpretative riscontrate da singoli interlocutori a fronte di messaggi pubblici che, nel complesso, possono comunque considerarsi chiari ed esauritivi). La volontà degli organi istituzionali di agire con la massima trasparenza e correttezza nei confronti di tutti gli stakeholder, per ottenere fiducia e consenso, dovrebbe tradursi invece nella veicolazione di un complesso originario di informazioni, tendenzialmente univoco per tutti i destinatari. La comunicazione sulla gestione dei rischi dovrebbe altresì essere finalizzata a qualificare l'immagine aziendale e a dare prova della responsabilità dei principali organi istituzionali nella supervisione dei fattori che possono ostacolare l'efficace svolgimento dell'attività di governo, penalizzando le attese interne ed esterne.

L'informativa sui rischi dovrebbe rientrare in un progetto strategico diretto ad integrare tutte le forme di comunicazione idonee a potenziare la capacità valutativa degli interlocutori sull'efficacia della corporate governance. In questo senso, si ritiene opportuno che anche la comunicazione sui rischi trovi specifica organizzazione all'interno di un apposito documento complementare, in particolare, alla relazione sulla corporate governance e all'informativa di bilancio.

In effetti, la relazione sulla corporate governance offre un quadro introduttivo del sistema di controllo interno e sporadiche indicazioni sulle attività di risk management. D'altra parte, l'approfondimento del tema all'interno della relazione di governance potrebbe determinare un eccessivo allontanamento della stessa dalle sue finalità originarie, ossia la rappresentazione del modello di governo societario adottato e la comparazione con le previsioni del codice di autodisciplina (elementi richiesti sia a livello nazionale, sia nei principali paesi esteri).

Del pari, neppure il bilancio d'esercizio è il documento ideale per una completa trattazione del sistema di gestione dei rischi. È vero che la presentazione dei rischi e delle misure per controllarli può essere utile per avvalorare le previsioni degli amministratori sull'evoluzione della gestione, globalmente e nei singoli settori di attività dell'impresa. Tuttavia, a parere di chi scrive, l'informativa sul sistema di risk mana-

gement dovrebbe offrire anche numerose altre notizie che non sono strettamente necessarie per migliorare la comprensibilità della situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale dell'azienda e dei suoi percorsi di sviluppo e che, pertanto, sarebbe poco significativo inserire nella relazione sulla gestione.

Si ritiene, infatti, che la comunicazione sui rischi e sul sistema adottato per gestirli dovrebbe precisare:

1. le responsabilità sulle differenti attività e sulle componenti del sistema di risk management;
2. la classificazione e la descrizione dei rischi;
3. le modalità impiegate per monitorare le variabili di possibile manifestazione, per prevenirne il concretizzarsi e per limitare o annullare le conseguenze negative da esse derivanti;
4. i giudizi degli organi incaricati di garantire il valido funzionamento del sistema di gestione dei rischi e di verificare la sua adeguatezza rispetto alle esigenze di durabilità della gestione e di protezione degli stakeholder.

Con riferimento alle responsabilità, dal rapporto sui rischi dovrebbe emergere con chiarezza il ruolo del consiglio di amministrazione. In effetti, la gestione dei rischi è un ausilio importante per l'efficacia di tutto il sistema di governo aziendale, poiché agevola il raggiungimento dei risultati desiderati; pertanto, il sistema di gestione dei rischi deve essere costantemente indirizzato e monitorato dal principale organo istituzionale, responsabile del corretto funzionamento dell'impresa e dell'equo contemperamento degli interessi convergenti nella stessa.

Allo stesso modo, devono risultare le competenze degli amministratori delegati, del preposto al controllo interno e del comitato per il controllo interno in relazione alla tematica in oggetto. Tali competenze si possono così sintetizzare:

- per gli amministratori delegati, l'individuazione dei rischi da sottoporre al consiglio di amministrazione;
- per il preposto, l'attivazione e il monitoraggio delle procedure per garantire una efficace gestione dei rischi;
- per il comitato, la raccolta di tutte le informazioni, prodotte dagli altri organi, utili a formulare un giudizio complessivo sulla validità del risk management.

Per quanto riguarda la classificazione e la descrizione dei rischi, è sufficiente ricordare che questi variano a seconda: dell'attività svolta dall'impresa e delle sue dimensioni, della complessità del settore, della rapidità con cui si evolve l'ambiente esterno (dal punto di vista economico, politico e sociale) e con cui si modifica la cultura degli stakeholder, ecc.. La comunicazione sui rischi dovrebbe offrire un quadro completo di tutte le variabili che possono fraporsi tra gli obiettivi prefissati ed i risultati conseguiti, cercando di illustrare gli interventi messi in atto per impedirne la manifestazione³⁸ o, in alternativa, per neutralizzarne gli effetti, anche tramite forme di assicurazione.

Da ultimo, si ritiene che il rapporto sui rischi possa considerarsi esaustivo soltanto se esso comprende una o più valutazioni sul sistema di risk management. Più precisamente, gli stakeholder devono essere informati anche sul giudizio del consiglio di amministrazione (o del comitato per il controllo interno) in merito all'idoneità del sistema a preservare le condizioni di economicità della gestione, proteggendola dall'influenza di eventi imprevisti. Inoltre, pare utile che il documento riporti anche la valutazione di un soggetto indipendente, che confermi o ridimensioni il parere dei vertici aziendali.

³⁸ È interessante segnalare che, in certi casi, la prevenzione dei rischi può essere realizzata cercando di influenzare la cultura propria di ciascuno individuo appartenente all'organizzazione. Il rischio di frodi a danno dell'azienda, il rischio di scarsa correttezza professionale, il rischio di divulgazione non autorizzata di informazioni costituiscono alcuni esempi di situazioni che i vertici aziendali possono cercare di contrastare sul nascere attraverso l'adozione di un codice etico per tutti i dipendenti.

I codici etici definiscono l'insieme dei valori dai quali promanano le valutazioni e le scelte dei vertici e dei membri dell'organizzazione; inoltre, essi precisano i diritti, i doveri e le responsabilità dell'impresa nei confronti dei portatori d'interessi (dipendenti, fornitori, clienti, Pubblica Amministrazione, azionisti, mercato finanziario, ecc.). Tali codici mirano a raccomandare, promuovere o vietare determinati comportamenti – in aggiunta alle previsioni normative – e possono prevedere sanzioni proporzionate alla gravità delle eventuali infrazioni commesse. Data la loro importanza per l'orientamento comportamentale, i codici etici sono voluti ed approvati dal consiglio di amministrazione.

Naturalmente, l'efficacia del codice etico ai fini della prevenzione dei comportamenti devianti indesiderati dipende profondamente dal grado di accettazione dello stesso da parte dei suoi destinatari: affinché il codice etico sia accettato e rispettato, è allora necessario che i massimi organi istituzionali si sforzino di sviluppare un clima interno coeso e collaborativo, contraddistinto da una cultura pervasiva e condivisa, che può accrescere l'accettabilità del codice etico.

Con riguardo al codice etico, si segnala altresì che la sua efficace attuazione libera l'impresa dalla responsabilità amministrativa per i reati commessi dai componenti dei suoi organi di vertice. L'adozione del codice etico costituisce, infatti, una tipologia di controllo preventivo contro le frodi.

Per approfondimenti si rinvia al D.lgs. 231/2001, *Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica*.

Si veda inoltre il seguente documento interpretativo e di ausilio all'applicazione delle previsioni di legge: Confindustria (2004), *Linee guida per la costruzione dei modelli di organizzazione, gestione e controllo ex D.lgs. 231/2001*, approvate il 7 marzo 2002 e aggiornate il 24 maggio 2004.

Per uno studio sui codici etici, si segnala: Bertolini S., Castaldi R. e Lago U. (1996), *I codici etici nella gestione aziendale*, Ed. Il Sole 24 Ore, Milano. Sui collegamenti tra codici etici e sistemi di controllo interno, si veda infine: Salvioni D. M. (2003), "Corporate governance e responsabilità d'impresa", *Symphony. Emerging Issues in Management*, n. 1.

Nelle proprie valutazioni, i diversi organi dovrebbero altresì precisare le aree di miglioramento sulle quali sia ancora possibile intervenire, dimostrando così uno sforzo continuo di adattamento e miglioramento dei processi interni.

In sintesi, anche la predisposizione di una relazione sistematica sui rischi specifici dell'impresa rientra in un progetto di comunicazione trasparente e funzionale alla tutela dei molteplici portatori di interessi. Questi – essendo messi nella condizione di potere valutare le scelte dei vertici aziendali sulla base di elementi conoscitivi sufficientemente elaborati ed oggettivi – sono portati ad assumere un atteggiamento ricettivo positivo di fronte alle diverse forme di comunicazione istituzionale e si dimostrano, pertanto, più facilmente disponibili a collaborare con l'impresa nel lungo andare.

CAPITOLO 5
IL COMPORTAMENTO DELLE IMPRESE ITALIANE
IN TEMA DI COMUNICAZIONE
SULLA CORPORATE GOVERNANCE:
UN'ANALISI EMPIRICA

SOMMARIO: 5.1. Gli obiettivi e la metodologia della ricerca – 5.1.1. Le aziende analizzate – 5.1.2. Le variabili rilevate – 5.2. I risultati dell'indagine: la comunicazione di governance nei siti web aziendali – 5.2.1. L'accessibilità e l'aggiornamento delle informazioni – 5.2.2. I messaggi veicolati – 5.3. I risultati dell'indagine: la relazione sulla corporate governance – 5.3.1. La struttura complessiva delle relazioni analizzate – 5.3.2. I contenuti delle relazioni analizzate – 5.4. Considerazioni conclusive

5.1. Gli obiettivi e la metodologia della ricerca

L'ultima parte del lavoro si avvale di un correlato empirico, predisposto al fine di realizzare un'equilibrata composizione tra gli elementi teorici precedentemente esaminati e un'analisi dello stato dell'arte sulla comunicazione di corporate governance di un insieme significativo di imprese nazionali.

Nell'ambito delle condizioni di efficacia della comunicazione istituzionale, si approfondisce l'atteggiamento assunto dall'emittente nella produzione e nella diffusione delle informazioni. In altri termini, si ritiene importante concentrare l'attenzione sulle scelte delle aziende in relazione:

- alla formulazione dei messaggi e alla selezione di idonei documenti per la loro sistematizzazione;
- agli strumenti di veicolazione degli stessi.

L'obiettivo consiste nell'identificare e, successivamente, nel valutare, le modalità adottate e le informazioni diffuse dalle imprese nella comunicazione esterna, la quale dovrebbe agevolare lo sviluppo di rapporti trasparenti e duraturi con tutti gli stakeholder.

Dopo l'analisi della normativa, dei suggerimenti proposti in sede autodisciplinare, nonché della produzione scientifica esistente – condotta nei precedenti capitoli al fine di giungere ad un quadro concettuale di riferimento – la ricerca viene ad assumere quindi un carattere di specie descrittiva, pur poggiando su solide basi scientifiche.

L'indagine si compone di due fasi ben individuabili, che vengono di seguito sinteticamente descritte; esse possono considerarsi relativamente autonome l'una dall'altra per quanto riguarda la metodologia di lavoro, ma risultano strettamente integrate per il corretto apprezzamento dell'efficacia della comunicazione sulla corporate governance.

Ai fini dell'analisi, è opportuno procedere ad un iniziale inquadramento, di carattere generale, di tutta l'informativa sulla corporate governance di cui gli interlocutori sociali possono agevolmente disporre. In questa prima fase, l'osservazione dei siti web aziendali può risultare assai valida: essa permette, infatti, di verificare la varietà, la numerosità e il grado di organizzazione delle informazioni pubblicate on line dalle imprese, oltre all'attitudine di queste ultime ad utilizzare proficuamente le potenzialità offerte dallo strumento Internet.

La seconda fase dello studio prende in considerazione il documento principale teso a fornire una esauriente rappresentazione delle strutture e dei processi di governo e di controllo, ovvero la specifica relazione sulla corporate governance. Di questa si effettua un'analisi dettagliata, in modo tale da identificare l'orientamento prevalente delle imprese indagate: si intende cioè verificare se le imprese assumano un atteggiamento trasparente nella comunicazione, diffondendo numerose ed approfondite informazioni, oppure reticente, formulando messaggi poco chiari o strettamente rispondenti ai contenuti minimi suggeriti dalle linee guida in materia. In questa parte della ricerca, si tiene conto dei contenuti effettivi della relazione sulla corporate governance, valutando criticamente l'atteggiamento informativo-comunicazionale delle aziende rispetto alle informazioni minimali richieste dalle linee guida esistenti e, soprattutto, rispetto alle attese conoscitive che contraddistinguono i destinatari dei messaggi.

Presentate le finalità della ricerca empirica, si illustra ora la metodologia impiegata, che si articola nei seguenti momenti:

- a) identificazione di un insieme rappresentativo di aziende rispetto al quale procedere alla verifica delle condizioni di efficacia della comunicazione sulla corporate governance;
- b) predisposizione degli strumenti per lo sviluppo della ricerca: esplicitazione delle variabili rilevanti e costruzione di apposite griglie di rilevazione;
- c) analisi dei siti web delle aziende oggetto di studio;
- d) raccolta e lettura delle relazioni sulla corporate governance;

e) esame complessivo dei risultati, finalizzato ad esprimere valutazioni sulla congruità esistente tra fabbisogni conoscitivi, situazione concretamente riscontrata, comportamenti virtuosi e best practice per la comunicazione sulla corporate governance.

5.1.1. Le aziende analizzate

L'oggetto di analisi è costituito da tutte le 69 società che, sulla base della segmentazione di Borsa in vigore dal 19 settembre 2005, presentano la qualifica di STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti) all'interno dei mercati MTA e MTAX, organizzati e gestiti da Borsa Italiana SpA¹. Più precisamente, si tratta di 45 società per il mercato MTA e di 24 società per il mercato MTAX, in precedenza denominato Nuovo Mercato; le imprese STAR del MTAX coincidono sostanzialmente con quelle che facevano parte del settore TechSTAR.

La scelta di condurre l'analisi sulle aziende STAR deriva, in primo luogo, dai vincoli di corporate governance imposti da Borsa Italiana alle società considerate. Al riguardo, è necessario precisare che l'analisi delle relazioni di corporate governance è condotta sui documenti riferiti al 2004 (ovvero i più recenti a disposizione nel periodo della ricerca), durante il quale le imprese oggetto di studio erano ancora sottoposte ai due distinti Regolamenti di Borsa, oggi unificati. Per questo motivo, è opportuno richiamare separatamente, per ciascun mercato, gli obblighi in tema di corporate governance che, nell'anno di riferimento per l'analisi, erano imposti alle imprese oggi rientranti nei due segmenti STAR.

Per il mercato MTA, il Regolamento in vigore nel 2004 richiedeva che le società STAR:

¹ Si ricorda che, dal 19 settembre 2005, il mercato MTAX ha sostituito il Nuovo Mercato.

Nell'intento di assicurare maggiore rappresentatività al mercato borsistico italiano nel suo insieme, inoltre, la regolamentazione dell'ex Nuovo Mercato è stata allineata a quella del mercato MTA (Mercato Telematico Azionario), rendendo i due mercati pressoché omogenei.

I mercati MTA e MTAX presentano oggi una analoga segmentazione interna. I titoli quotati sono classificati in tre segmenti:

- Blue Chips, dedicato alle società con capitalizzazione superiore a 1 miliardo di euro;
- STAR, comprendente le società con capitalizzazione tra 40 milioni e 1 miliardo di euro, che rispettano predefiniti requisiti di eccellenza;
- Standard, che sostituisce il segmento Ordinario per tutte le altre società.

- a) nominassero nel proprio consiglio di amministrazione un numero minimo di amministratori indipendenti: 2 nei consigli composti da non più di 8 membri; 3 nei consigli comprendenti da 9 a 14 membri; 4 nei consigli con oltre 14 membri;
- b) istituissero un comitato per il controllo interno, composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti;
- c) adottassero un sistema di remunerazione incentivante per gli amministratori e l'alta dirigenza, con la possibilità di fare ricorso alle stock option o di prevedere la partecipazione agli utili.

Gli obblighi previsti per le società che, nel 2004, erano quotate nel Nuovo Mercato (anche se non rientranti nel settore TechSTAR) si riassumevano, invece, nei seguenti:

- a) la presenza di un numero adeguato di amministratori non esecutivi ed indipendenti all'interno del consiglio di amministrazione, con il vincolo che, per tre anni dalla quotazione, almeno uno possedesse una comprovata esperienza in materie attinenti all'attività dell'emittente;
- b) la costituzione di un comitato per il controllo interno, composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti;
- c) la costituzione di un comitato per le remunerazioni, composto in prevalenza da amministratori non esecutivi.

Il nuovo Regolamento di Borsa apporta alcune modifiche ai precedenti requisiti, tra cui si segnalano quelle di rilievo ai fini della ricerca². Per le società STAR del MTAX, il numero di amministratori indipendenti viene aumentato ed equiparato a quello già previsto per le equivalenti aziende del MTA. Inoltre, in alternativa al comitato per le remunerazioni, è concesso che una parte significativa del compenso degli amministratori esecutivi e degli alti dirigenti sia legata al raggiungimento di obiettivi individuali prefissati o ai risultati aziendali.

La ricerca empirica e, più precisamente, la fase condotta sui siti Internet, potrebbe quindi offrire alcune anticipazioni sull'orientamento già assunto dalle imprese, in particolare nel mercato MTAX, in relazione ai nuovi vincoli.

La selezione delle imprese STAR è altresì motivata dai requisiti di trasparenza previsti da Borsa Italiana. In proposito, si ricorda che gli obblighi informativi interessano

² Le società quotate devono adeguarsi ai nuovi obblighi entro l'assemblea per l'approvazione del bilancio dell'esercizio 2005.

Si precisa che i requisiti di eccellenza, in passato fissati per tutte le imprese del Nuovo Mercato, sono oggi vincolanti, nel ridenominato MTAX, soltanto per le aziende STAR.

essenzialmente la comunicazione economico-finanziaria; ciò non toglie che il rispetto di un vincolo possa tradursi, col tempo, nell'affermazione di una cultura di maggiore trasparenza nei confronti degli stakeholder, in grado di favorire la diffusione al mercato di una più estesa informativa di carattere istituzionale e pertanto anche sulla corporate governance, di cui si occupa questo scritto.

In particolare, assumono rilevanza gli obblighi di comunicazione via Internet anche in lingua inglese, già imposti alle aziende STAR del mercato MTA e ormai validi anche per quelle del mercato MTAX. Anche sotto questo profilo, si ritiene interessante verificare se la documentazione sulla corporate governance inserita nel sito web aziendale venga tradotta anche in lingua straniera – pur non presentando contenuti economici – affinché possano essere validamente impiegate le potenzialità di Internet quale strumento per una comunicazione senza confini geografici e culturali.

Oltre ai requisiti di corporate governance e di trasparenza, per le imprese incluse nel mercato MTAX, la selezione è motivata anche dalla loro innovatività imprenditoriale, trattandosi di società con elevate prospettive di crescita in settori ad alto contenuto tecnologico – ma anche tradizionali – per effetto della realizzazione di prodotti, servizi e processi innovativi. Tale constatazione porta ad interrogarsi, pertanto, sulla possibile esistenza di approcci alternativi anche nella comunicazione di governance, tipicamente tramite Internet.

Da ultimo, si sottolinea che il riferimento ad un insieme di aziende omogenee consente di identificare la tendenza generale dei due segmenti STAR e di evidenziare eventuali comportamenti devianti o originali.

5.1.2. Le variabili rilevate

Una volta selezionate le imprese, si individuano le variabili da analizzare e si costruiscono apposite griglie di rilevazione.

L'analisi dei siti web aziendali – condotta nel mese di gennaio del 2006 – è tesa a verificare la presenza di informazioni sulla corporate governance sulla base delle seguenti aree di interesse, esplicitate in una griglia:

1. precisa collocazione delle informazioni nel sito;

2. indicazione della data di aggiornamento del sito web e del calendario relativo agli eventi societari;
3. presenza di informazioni on line³ sul modello di governance adottato e sugli organi di governo e di controllo;
4. presentazione della struttura del gruppo;
5. esistenza di relazioni e documenti (preferibilmente scaricabili) specificamente riconducibili alla governance aziendale;
6. pubblicazione di comunicati relativi ad informazioni *price sensitive* e ad operazioni effettuate da persone rilevanti.

Si considera, inoltre, la possibilità di tradurre le informazioni on line e di acquisire i documenti societari anche in lingua inglese.

L'approfondimento sulla relazione di corporate governance viene condotto, invece, con riguardo ai contenuti raccomandati da Borsa Italiana SpA e da Assonime ed Emittenti Titoli SpA nelle rispettive linee guida. Anche in questo caso, il supporto operativo è costituito da articolate griglie, dedicate:

1. alla presentazione generale della governance societaria;
2. al consiglio di amministrazione (composizione, funzionamento e comitati interni⁴);
3. al sistema di controllo interno (finalità e organi coinvolti);
4. alle operazioni con parti correlate;
5. al trattamento delle informazioni riservate e all'internal dealing;
6. ai rapporti con gli azionisti;
7. al collegio sindacale.

Le relazioni sulla corporate governance sono prelevate principalmente dall'archivio disponibile sul sito web di Borsa Italiana, alla quale le società quotate devono trasmetterle, affinché la società di gestione del mercato le possa mettere a disposizione del pubblico.

Nell'ambito della ricerca, il documento di ciascuna società viene, tuttavia, confrontato con quello inserito nel sito Internet aziendale, per verificarne la corrispondenza.

La possibilità di usufruire della raccolta organizzata da Borsa Italiana consente, peraltro, di analizzare anche le relazioni delle aziende che non le pubblicano sul proprio

³ Per informazioni on line si intendono quelle in formato Html, immediatamente acquisibili senza bisogno di scaricare un documento.

⁴ Si trattano dapprima i comitati per le proposte di nomina e di remunerazione, rinviando l'analisi delle informazioni sull'*audit committee* alla parte dedicata al sistema di controllo interno.

spazio web. Ciò dovrebbe garantire di svolgere l'indagine sulle relazioni di tutte le imprese STAR dei mercati MTA e MTAX e, pertanto, di formulare considerazioni supportate da una più ampia base empirica.

5.2. I risultati dell'indagine: la comunicazione di governance nei siti web aziendali

Oggi, Internet rappresenta probabilmente il più potente strumento di contatto tra le imprese e gli stakeholder. La comunicazione via web consente alle aziende di superare le barriere spaziali e temporali ma risulta pienamente efficace soltanto se esiste un valido progetto dell'emittente improntato alla trasparenza, che trova completamento nella capacità di anticipare le attese conoscitive degli attori sociali, predisponendo adeguate informazioni e agevolando la loro consultazione all'interno del sito.

Nell'ambito descritto, la ricerca empirica mira a verificare:

- a) da un lato, la facilità di accesso alle informazioni sulla corporate governance;
- b) dall'altro, la consistenza dell'informativa messa effettivamente a disposizione nel sito web aziendale, tenendo conto anche della sua fruibilità da parte dell'utente (ossia della possibilità di scaricare ed archiviare i documenti).

5.2.1. L'accessibilità e l'aggiornamento delle informazioni

Il primo elemento preso in considerazione riguarda la facilità con cui l'utilizzatore del sito può individuare le informazioni sulla corporate governance.

La situazione ottimale consiste nella presenza di un link che permetta di passare direttamente dalla home page ad una sezione interna dedicata alla corporate governance, dove sia possibile reperire tutte le informazioni ed eventualmente scaricare i documenti relativi alle strutture, agli organi e ai processi di governo e di controllo.

Per gli interlocutori aziendali, può risultare altrettanto utile disporre di alcune informazioni già sulla pagina di apertura del sito: ad esempio, un richiamo al calendario degli eventi societari in prossimità delle assemblee. Del pari, può essere apprezzato

che l'impresa dia evidenza alla pubblicazione della relazione annuale sulla corporate governance, contestualmente ai documenti di bilancio.

Al riguardo, la Tabella 5.1 mostra ampi margini di miglioramento per le imprese STAR del mercato MTA, nonché l'assoluta inadeguatezza dei siti predisposti dalle imprese del medesimo segmento nel mercato MTAX.

Tabella 5.1 – La corporate governance in home page⁵

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Link alla sezione Corporate governance	8	18%	0	0%
Informazioni e documenti in home page	1	2%	0	0%

Gli sforzi di comunicazione via Internet imposti da tempo alle aziende STAR⁶ del mercato MTA contribuiscono certamente alla presenza, seppur piuttosto rara (8 casi su 45 analizzati), di un menù a tendina visualizzabile in home page per la sezione Investor relation, all'interno della quale viene generalmente collocata l'area sulla corporate governance, che risulta così immediatamente raggiungibile. Non si riscontrano quasi mai, tuttavia, informazioni significative sulla governance nella pagina di apertura del sito: nell'unico caso in cui ciò si verifica, è possibile scaricare immediatamente lo statuto e il codice di internal dealing.

Il forte ritardo del segmento STAR nel MTAX è, a sua volta, solo parzialmente giustificabile con il fatto che l'obbligo di divulgare i documenti sul sito aziendale sia stato introdotto solo di recente, con il nuovo Regolamento di Borsa unificato. Al contrario, dalle imprese che – per definizione – si caratterizzano per l'appartenenza a settori tecnologicamente avanzati o per l'utilizzo di approcci innovativi, è plausibile aspettarsi siti web meglio strutturati e più ricchi di informazioni.

Ad ogni modo, estendendo l'osservazione all'intero sito web, tutte le aziende diffondono informazioni sulla corporate governance, più o meno ampie ed organizzate.

Per migliorare l'efficacia del sito Internet, le informazioni dovrebbero essere omogeneamente raggruppate in un'unica sezione, comprensiva di un indice che permetta all'interlocutore di individuare rapidamente i documenti a sua disposizione. Purtroppo

⁵ Si precisa che le percentuali espresse nelle tabelle relative all'analisi della comunicazione via Internet, sono calcolate rispetto al totale di 45 aziende STAR del mercato MTA e di 24 aziende STAR del mercato MTAX.

⁶ Tra i requisiti di permanenza nel segmento STAR, è infatti prevista la disponibilità sul sito web delle informazioni finanziarie (bilanci, relazioni semestrali e trimestrali, comunicati stampa, presentazioni societarie, ecc.), anche in lingua inglese.

po, solo un'azienda del MTA mette in pratica questo principio. Come anticipato, la scelta prevalente delle società analizzate consiste, invece, nel realizzare una sotto-sezione Corporate governance nella parte del sito dedicata agli investitori (Tabella 5.2). Tale atteggiamento – che caratterizza il 71% delle società di entrambi i segmenti STAR – segnala un prevalente orientamento alla soddisfazione delle attese conoscitive degli azionisti attuali e potenziali, che è sicuramente adeguato; allo stesso tempo, tuttavia, rischia di trasmettere una visione parziale della corporate governance, che dovrebbe essere intesa, viceversa, come un elemento qualificante per tutta l'attività d'impresa. In questo senso, è apprezzabile l'inserimento delle informazioni in oggetto nell'area dedicata alla presentazione generale dell'azienda, scelta adottata dal 20% delle società STAR del MTA e dall'8% di quelle del MTAX⁷.

Tabella 5.2 – La localizzazione delle informazioni

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Apposita sezione Corporate governance	1	2%	0	0%
Sotto-sezione di Investor relation	32	71%	17	71%
Altre aree del sito (Profilo aziendale, Chi siamo)	9	20%	2	8%
Collocazione mista	3	7%	5	21%

Meno organica appare, infine, la decisione di separare le informazioni sulla corporate governance, complicando peraltro la ricerca da parte degli stakeholder interessati. In questi casi, il sito tende a presentare la struttura del gruppo, l'organigramma societario e, sovente, la composizione del management come elementi dell'identità aziendale. Al contrario, la composizione e i compiti degli organi di governo e di controllo, la relazione sulla corporate governance, il regolamento assembleare, lo statuto e i documenti destinati prevalentemente a soggetti interni dotati di particolari cariche o funzioni, sono inseriti tutti all'interno della sezione Investor relation, probabilmente con l'intento di far conoscere i principi e le regole che guidano il perseguimento degli obiettivi economici e non, in armonia con le attese primarie dei conferenti di capitale.

⁷ Si precisa che nella categoria "Altre aree del sito" sono state inserite anche 2 aziende del MTA che rendono alquanto complessa l'acquisizione delle informazioni sulla corporate governance, collocandole all'interno della sezione Investor relation ma costringendo l'utente a cliccare su numerosi link successivi.

Prima di passare alla presentazione dei contenuti dell'informativa sulla corporate governance, si desidera sottolineare l'importanza che l'impresa metta in evidenza la data di aggiornamento della sezione in cui sono collocate le informazioni, se non dell'intero sito (Tabella 5.3). In effetti, a fronte di elementi tendenzialmente invariabili per periodi di tempo non brevi (si pensi allo statuto) o modificabili con una periodicità predefinita (è il caso della relazione annuale sulla corporate governance), non è da escludere la necessità di aggiornare tempestivamente le informazioni su altri aspetti: ad esempio, per una diversa composizione degli organi sociali dovuta a dimissioni e cooptazioni, o per la diffusione di comunicati *price sensitive* e sulle operazioni compiute da persone rilevanti.

In sostanza, l'utente del sito deve acquisire subito la certezza che le informazioni da lui consultate sono affidabili e idonee a rappresentare l'effettiva evoluzione della governance aziendale. Purtroppo, però, l'analisi empirica mostra risultati assai deludenti: soltanto 7 società STAR (4 del MTA e 3 del MTAX) offrono una rassicurazione in tal senso ai propri interlocutori.

Tabella 5.3 – L'aggiornamento delle informazioni sulla corporate governance

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Data di aggiornamento della sezione	4	9%	3	13%
Aggiornamento del calendario societario per il 2006	20	44%	10	42%

La trascuratezza appena sottolineata trova conferma, peraltro, nel ritardo con cui viene aggiornato il calendario degli eventi societari (che deve anche essere comunicato a Borsa Italiana): nel mese di gennaio del 2006, neppure metà delle imprese pubblicano sul sito il calendario aggiornato per il nuovo anno. In alcuni casi (7 e 6 rispettivamente nei due mercati MTA e MTAX), non è disponibile nemmeno il calendario del 2005: ciò fa pensare che tali società non l'abbiano comunicato via Internet nemmeno in passato.

5.2.2. I messaggi veicolati

Dopo avere individuato la collocazione delle informazioni sulla corporate governance all'interno del sito, si tratta di appurarne la varietà, il contenuto e la modalità di consultazione.

In particolare, la ricerca si concentra sui seguenti aspetti:

1. la presentazione del modello di governance adottato;
2. l'indicazione della struttura del gruppo e dell'assetto proprietario;
3. la disponibilità di relazioni, documenti e comunicati (preferibilmente scaricabili) finalizzati a far conoscere in modo approfondito sia le strutture, sia i processi di governance per il corretto funzionamento interno e per l'attivazione di relazioni esterne basate sulla trasparenza e sull'equa considerazione di tutte le attese;
4. la segnalazione degli eventi societari programmati, di particolare interesse per i soci, gli investitori istituzionali e gli analisti finanziari.

La presentazione del modello di governance

L'utente del sito interessato alla corporate governance della società ha bisogno di conoscere, in primo luogo, il sistema adottato. A breve distanza dalla riforma del diritto societario, inoltre, si ritiene opportuno che le imprese esplicitino con chiarezza ed evidenza nel sito (tipicamente attraverso messaggi on line immediatamente visibili) le motivazioni che hanno indotto l'introduzione del modello dualistico o di quello monistico, i quali si adattano a differenti caratteristiche dimensionali e di composizione della proprietà⁸. Del pari, è utile evidenziare e motivare le eventuali difformità rispetto al modello proposto dal codice di autodisciplina per le società quotate.

Nel complesso, l'atteggiamento delle imprese STAR sembra piuttosto superficiale: solo 7 del MTA e 2 del MTAX⁹ qualificano il proprio modello di governance con una sintetica descrizione, rispetto alla quale le imprese sembrano preferire la precisa indicazione dei componenti degli organi (Tabella 5.4).

⁸ Si rinvia, in proposito, al cap. 2 del presente lavoro.

⁹ Tra queste 7 società, è compresa l'unica impresa STAR ad avere adottato un modello diverso da quello tradizionale (più precisamente, quello monistico).

Tabella 5.4 – Le informazioni sugli organi di governance e di gestione

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Modello di governance adottato	7	16%	2	8%
Organo amministrativo:				
• composizione	30	67%	17	71%
• qualifica di membro: indipendente, non esecutivo	16	36%	7	29%
• scadenza del mandato	5	11%	3	13%
• curricula degli amministratori	6	13%	7	29%
Comitati interni:				
• solo denominazione	20	44%	4	17%
• composizione	17	38%	4	17%
• regolamento	3	7%	0	0%
Management:				
• solo elenco nominativo	9	20%	3	13%
• elenco nominativo e curricula dei componenti	8	18%	12	50%
• organigramma societario	8	18%	3	13%
Organo di controllo	28	62%	14	58%
Società di revisione	12	27%	8	33%

L'indagine evidenzia una discreta propensione delle aziende STAR, in entrambi i mercati, a comunicare la composizione dell'organo amministrativo (che in tutte le società indagate assume la denominazione di consiglio di amministrazione¹⁰): l'informazione è offerta, infatti, rispettivamente dal 67% e dal 71% delle imprese analizzate. Tuttavia, mancano sovente gli elementi utili per apprezzare la composizione stessa, ovvero la qualifica di amministratore indipendente e la precisazione degli amministratori che ricoprono cariche esecutive: da questo punto di vista, la frequenza dell'informazione scende al 36% nel MTA e al 29% nel MTAX. I dati sono ancora più preoccupanti, se si tiene conto che riguardano società soggette a precisi vincoli regolamentari proprio sulla nomina di un numero adeguato, se non addirittura prefissato¹¹, di amministratori indipendenti come garanzia di imparzialità nell'assunzione delle decisioni consiliari.

Quasi del tutto assente è la precisazione degli incarichi e delle deleghe, fornita da 3 aziende in tutto (1 nel MTA, 2 nel MTAX).

La carenza di informazioni è piuttosto grave anche per quanto attiene alla scadenza del mandato del consiglio di amministrazione, precisata soltanto da 5 società del MTA

¹⁰ Si precisa, infatti, che nessuna azienda analizzata utilizza il sistema dualistico con il consiglio di gestione.

¹¹ Si ricorda che il nuovo Regolamento di Borsa rende obbligatorio anche nel MTAX il numero minimo di amministratori indipendenti che, in precedenza, era stabilito solo per le aziende STAR del MTA.

e 3 del MTAX, e al curriculum dei componenti (6 e 7 casi rispettivamente)¹². Tali informazioni permetterebbero invece di percepire:

- a) la prima, la possibilità che il governo aziendale abbia da poco assunto, o stia per cambiare, i propri tratti caratteristici, che derivano dal grado di consolidamento della cultura dei vertici all'interno dell'impresa e quindi anche dal tempo di permanenza dell'organo amministrativo;
- b) la seconda, l'esperienza, le competenze e le capacità professionali sviluppate dagli amministratori nella propria carriera.

L'informativa via Internet sui comitati interni al consiglio di amministrazione è molto trascurata dalle imprese appartenenti al segmento STAR del MTAX, essendo fornita soltanto in 4 siti su 24 (ossia il 27%); tale reticenza (o, probabilmente, scarsa attenzione alla comunicazione di governance), risulta ancora più evidente a fronte dell'obbligo, nel segmento in oggetto, di istituire il comitato per il controllo interno e quello per le remunerazioni, in attesa che le imprese si adeguino al Regolamento unificato di Borsa. Le 4 società che specificano di avere costituito i comitati (compresi, talvolta, quello esecutivo e quello per le proposte di nomina), ne precisano anche la composizione ma non ne mettono a disposizione il regolamento.

Assai più positivo è il comportamento delle società STAR quotate nel MTA: 20 imprese (ossia il 44%) dichiarano l'esistenza dei comitati, ma non sempre la composizione (17 casi) e quasi mai diffondono il regolamento interno (3 casi).

Un'informazione interessante riguarda la provenienza degli amministratori dal management dell'azienda: ciò può segnalare, infatti, l'effettiva intensità del collegamento tra il massimo organo istituzionale – che fissa gli indirizzi di governo ed è responsabile del relativo monitoraggio – e la struttura organizzativa, preposta all'attuazione degli indirizzi stessi per effetto di una progressiva specificazione degli obiettivi. Sotto questo profilo, è apprezzabile lo sforzo delle aziende STAR quotate nel MTAX: la metà fornisce i curricula dei manager ed un ulteriore 13% precisa i nominativi. È piuttosto trascurata, viceversa, la presentazione dell'organigramma societario (13%). Meno attente risultano, invece, le imprese appartenenti al MTA, che raramente pubblicano il curriculum (18%) o perlomeno i nomi (20%). Anche

¹² Si precisa che un'azienda del MTAX fornisce soltanto il curriculum del presidente e dell'amministratore delegato. Le cariche rivestite in altre società quotate, bancarie, finanziarie, assicurative e di rilevanti dimensioni sono segnalate solamente da 2 imprese del MTA, che sono le uniche ad offrire indicazioni sulle possibili interessenze con altre imprese.

l'organigramma è poco presente (18%). Solitamente, queste informazioni sono immediatamente consultabili on line; inoltre, per quanto riguarda il management, non è raro usufruire di link tra la sezione sulla corporate governance e quella dedicata al profilo societario.

La presentazione del modello di governance non può prescindere dall'indicazione degli organi di controllo amministrativo e contabile, la cui attività è tesa a tutelare gli azionisti ed i terzi. La ricerca manifesta, al riguardo, una comunicazione meno attenta rispetto a quanto si riscontra per il consiglio di amministrazione. In effetti, soltanto il 62% delle imprese STAR del MTA precisa la composizione dell'organo di controllo, mentre nell'altro mercato la frequenza è ancora più bassa (58%)¹³. Assai deludente è, infine, l'indicazione della società di revisione, richiamata soltanto nel 27% e nel 33% dei siti relativi ai due segmenti STAR.

Nel complesso, si ritiene che la divulgazione di informazioni sugli organi di governance da parte delle aziende indagate debba migliorare ancora molto. Non soltanto troppe società non comunicano addirittura la composizione degli organi, ma anche quelle che lo fanno offrono generalmente un'informazione parziale. Questo non significa necessariamente che le informazioni on line debbano essere estese ed articolate quanto quelle contenute nei documenti cartacei, specialmente se l'impresa pubblica anche questi ultimi all'interno del proprio sito in formato scaricabile. Tuttavia, è essenziale che l'interlocutore percepisca immediatamente tutti gli elementi caratterizzanti il modello di governance della società e sia posto nella condizione di valutarne la conformità a quelli suggeriti dalla best practice internazionale.

La struttura di gruppo e l'assetto proprietario

Un insieme di informazioni utili per interpretare, in maniera più approfondita e critica, le dinamiche di governo societario attiene alla struttura di gruppo e all'assetto proprietario. In effetti, la posizione rivestita dall'impresa all'interno del gruppo (come controllante o come controllata) e la presenza di un socio di maggioranza possono influenzare in misura non indifferente i processi decisionali all'interno dell'organo am-

¹³ L'organo di controllo è il collegio sindacale in tutte le società ad esclusione di quella che, avendo adottato il modello monistico, presenta la composizione del comitato per il controllo sulla gestione.

È doveroso segnalare che, in entrambi i mercati, un contenuto numero di aziende non indica i nominativi dei sindaci supplenti. Al contrario, 2 imprese del MTAX forniscono il curriculum di tutti i componenti.

ministrativo. Del pari, è importante che gli stakeholder vengano informati sull'esistenza di accordi parasociali tra gli azionisti (ad esempio, sindacati di voto), che possono orientare l'assunzione delle delibere assembleari.

Tabella 5.5 – La struttura di gruppo e l'assetto proprietario

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Struttura di gruppo	31	69%	16	67%
Composizione dell'azionariato	20	44%	9	38%
Accordi parasociali	1	2%	0	0%

Come si evince dalla Tabella 5.5, le società STAR di entrambi i mercati presentano con una buona frequenza (69% e 67%) le informazioni sulla struttura di gruppo che, nella maggior parte dei casi, sono costituite da grafici di immediata lettura.

È invece piuttosto carente l'indicazione sulla composizione dell'azionariato, fornita soltanto da 20 imprese STAR del MTA e da 9 del MTAX. Generalmente, si tratta di dati sulle azioni detenute dai principali azionisti, talvolta suddivise per categorie di azioni. In 2 casi, l'informazione è fornita tramite il collegamento all'apposita area del sito di Consob: tale procedura può essere accettata, a patto che il trasferimento sul sito esterno sia adeguatamente segnalata; in un caso, tuttavia, la precisazione non c'è.

Per quanto riguarda gli accordi tra soci, soltanto un'impresa ne dà notizia.

I documenti esistenti

Il sito web aziendale dovrebbe contenere tutti i documenti sulla corporate governance e dovrebbe permettere all'utente di acquisirli in modo durevole. A tale scopo assume importanza il formato elettronico impiegato dall'impresa che, a giudizio di chi scrive, dovrebbe essere il Pdf. Infatti, quest'ultimo agevola il download dei documenti (a differenza del formato Html) e, soprattutto, è il formato che garantisce maggiormente la corrispondenza tra i documenti ufficiali e quelli inseriti nel web¹⁴; tale corrispondenza dovrebbe essere specificata, tuttavia, tramite un apposito avviso preferibilmente collocato nella stessa pagina dove sono situati i documenti.

La ricerca si concentra sui seguenti documenti societari esistenti nel web (Tabella 5.6):

- la relazione di corporate governance;

¹⁴ La caratteristica in oggetto rende il formato Pdf preferibile rispetto al formato Word.

- il codice di autodisciplina della società;
- lo statuto;
- il regolamento assembleare, i verbali delle assemblee e le discussioni degli amministratori a beneficio degli azionisti;
- i regolamenti indirizzati ai componenti degli organi istituzionali o all'organismo personale (sulle procedure per operazioni con parti correlate, per la diffusione interna ed esterna di informazioni significative, riservate, *price sensitive*, sull'internal dealing, sul sistema di controllo interno e sui codici etici che ne possono costituire uno strumento);
- i prospetti informativi per operazioni di quotazione, straordinarie e di offerte pubbliche di acquisto o vendita.

Tabella 5.6 – I documenti sulla corporate governance presenti nel sito web

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Relazione sulla corporate governance:	37	82%	19	79%
• corrispondenza con la relazione presente sul sito di Borsa	35	78%	19	79%
• presenza di relazioni di esercizi precedenti	18	40%	7	29%
Codice di autodisciplina aziendale	8	18%	1	4%
Statuto	36	80%	17	71%
Regolamento assembleare	20	44%	8	33%
Verbali delle assemblee	6	13%	4	17%
Discussioni degli amministratori in assemblea	8	18%	4	17%
Procedura per operazioni con parti correlate	2	4%	0	0%
Procedura per la diffusione delle informazioni rilevanti	8	18%	1	4%
Regolamento sull'internal dealing	35	78%	21	88%
Linee guida sul sistema di controllo interno	0	0%	0	0%
Modello ex D.lgs. 231/2001	8	18%	2	8%
Codice etico	15	33%	7	29%
Prospetti informativi	9	20%	12	50%

Nel complesso, dall'indagine emerge l'abituale ricorso al formato Pdf¹⁵ per tutti i documenti e, purtroppo, anche la sistematica assenza di avvisi sulla conformità degli stessi a quelli depositati presso la sede sociale e trasmessi a Borsa Italiana. Per questo motivo si è ritenuto opportuno verificare, anche se per la sola relazione di governance che è approfondita nella seconda parte della ricerca, se il documento presente nel sito

¹⁵ Si segnala che, all'interno dei valori riportati nella Tabella 5.6, il formato Html è utilizzato solamente per: una relazione di corporate governance; 2 regolamenti assembleari; 4 regolamenti di internal dealing; un codice etico (tutti nel mercato MTA).

aziendale corrisponda esattamente a quello scaricabile dall'archivio telematico di Borsa Italiana.

Innanzitutto, è assai deludente il dato relativo alla relazione sulla corporate governance nel sito dell'impresa: i due segmenti analizzati arrivano rispettivamente all'82% e al 79%, nonostante tutte le aziende analizzate, ad eccezione di una, trasmettano la propria relazione alla società di gestione del mercato¹⁶.

Ad evidenza, le imprese che non inseriscono il documento nel proprio spazio web rinunciano irragionevolmente ai benefici dell'investimento comunicazionale già effettuato per adempiere agli obblighi informativi nei confronti del mercato; inoltre, esse non sfruttano appieno la possibilità di ampliare l'informativa direttamente disponibile ai propri stakeholder, la cui fiducia dipende soprattutto dalla presenza di elementi di giudizio chiari ed oggettivi. Da ultimo, con specifico riferimento alle società del MTAX, si sottolinea anche la insoddisfacente modalità di impiego del sito Internet da parte di imprese che dovrebbero essere portate a sviluppare processi innovativi basati sulle nuove tecnologie.

Per quanto attiene alla corrispondenza tra i documenti, in un solo caso sono state riscontrate difformità che si riconducono, però, alla modalità espositiva e non ai contenuti¹⁷.

Infine, si segnala una scarsa presenza di relazioni degli anni precedenti: solo 18 imprese appartenenti al MTA e 7 quotate al MTAX conservano ordinatamente nel proprio sito una o più relazioni precedenti. Queste sono invece assai importanti per valutare l'evoluzione della corporate governance, soprattutto in una fase di introduzione di nuove procedure (tipicamente nell'ambito del controllo interno) o di figure organiz-

¹⁶ Pare opportuno segnalare una situazione controversa riscontrata durante l'indagine. Una società del segmento STAR del MTAX trasferisce a Borsa Italiana, ormai da alcuni anni, il proprio codice di autodisciplina interno al posto della relazione annuale, che pubblica però correttamente nel proprio sito web. Ai fini dell'analisi, si ritiene che l'impresa in oggetto adempia gli obblighi informativi; si sottolinea però la scarsa attenzione prestata da Borsa Italiana ai documenti ricevuti e pubblicati successivamente nel proprio archivio telematico.

¹⁷ Più precisamente, un'azienda del MTA trasmette un documento – peraltro di pessima qualità grafica – a Borsa Italiana, mentre presenta la relazione sul proprio sito utilizzando il formato Html. Al riguardo, pare opportuno osservare che questa scelta potrebbe essere migliorata tramite l'inserimento di link interni per collegare le informazioni: ad esempio, rendendo rapidamente accessibili tutte quelle che riguardano le competenze del consiglio di amministrazione, che sovente sono prima elencate e poi descritte con maggior dettaglio in diverse parti della relazione.

zative (come l'investor relator) per allineare il modello societario al codice di autodisciplina o ad altre normative¹⁸.

Per tutti gli altri documenti, la ricerca si limita a verificare l'esistenza e la scaricabilità.

Come rappresentato nella Tabella 5.6, i documenti di specifico interesse per i soci presentano una discreta diffusione: lo statuto è disponibile rispettivamente nel 80% e nel 71% dei siti; il regolamento assembleare è pubblicato dal 44% e dal 33% delle società considerate nei mercati MTA e MTAX; apprezzabile è anche la scelta di diffondere i verbali assembleari e le discussioni condotte dagli amministratori dinnanzi agli azionisti. In questi casi, è vero che le percentuali sono piuttosto basse, ciononostante si ritiene positivo l'orientamento culturale adottato dai vertici aziendali, che dimostrano di voler coinvolgere tutti gli azionisti nelle vicende della società, anche nel caso in cui non sia loro possibile partecipare all'assemblea.

Per quanto riguarda i documenti illustrativi delle procedure interne, risulta molto influente l'obbligo, imposto da Borsa Italiana, di predisporre un regolamento sull'internal dealing da trasmettere anche alla stessa società di gestione del mercato¹⁹. In effetti, il 78% e l'88% delle aziende analizzate nei due segmenti STAR inseriscono il regolamento anche sul proprio sito. Come per la relazione di corporate governance, pare opportuno sollecitare uno sforzo ulteriore da parte di quelle imprese che ancora non stanno seguendo la best practice nella comunicazione via Internet.

Al contrario, sono quasi inesistenti i richiami alle procedure per la circolazione interna delle informazioni rilevanti e, in particolare, *price sensitive*, nonché per la divulgazione delle stesse al mercato. Lo stesso atteggiamento si riscontra, peraltro, nell'archiviazione telematica dei comunicati ad esse riconducibili, che sono organizzati in un apposito link soltanto da 2 aziende STAR (una per mercato), nonostante precise indicazioni di Consob in materia²⁰. La medesima scarsa attenzione si riscontra per i

¹⁸ L'esempio più immediato si richiama al D.lgs. 231/2001 sulla responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, con riferimento al quale è prevista l'introduzione di uno specifico modello di gestione, organizzazione e controllo.

¹⁹ Art. 2.6.4 dell'attuale Regolamento di Borsa.

²⁰ Consob stabilisce che le informazioni privilegiate e *price sensitive* siano rese note al mercato tramite un comunicato stampa – per il quale la Commissione fornisce anche uno schema – da pubblicare anche nel sito Internet della società e da conservare per almeno due anni (art. 66 del Regolamento Emittenti).

comunicati relativi all'internal dealing, ordinatamente conservati nel sito solamente da 3 imprese del MTA e da 4 del MTAX.

Alquanto deludente è la comunicazione che ha ad oggetto il sistema di controllo interno, con riferimento al quale l'indagine non ha mai riscontrato la pubblicazione di linee guida all'interno dei siti web aziendali: probabilmente le imprese hanno timore a comunicare le soluzioni interne adottate per verificare il corretto andamento della gestione, soprattutto quando ciò comporti l'indicazione dei fattori di rischio e delle politiche attraverso le quali sono gestiti.

Sono molto scarse anche le informazioni sul modello di gestione, organizzazione e controllo previsto dal D.lgs. 231/2001 in tema di responsabilità amministrativa delle imprese: soltanto 10 aziende (8 del MTA e 2 del MTAX) pubblicano il documento che descrive il modello, mentre altre 2 imprese si limitano a citarne l'introduzione.

Più confortante è il dato relativo alla pubblicazione del codice etico (che può costituire uno strumento di orientamento e di controllo comportamentale) nel sito aziendale: circa un terzo delle imprese di entrambi i mercati diffonde il documento su Internet, rendendolo solitamente disponibile per il download. L'indagine ha rilevato altresì la pubblicazione di un codice di comportamento indirizzato specificamente agli amministratori.

Con riferimento ai codici etici, la decisione di rendere noti i principi e le regole di comportamento da adottare nello svolgimento delle attività direttive ed operative, testimonia la volontà dei massimi organi istituzionali di accrescere il consenso degli stakeholder dimostrando di promuovere la correttezza, l'integrità e la trasparenza in tutti i livelli organizzativi. Lo stesso obiettivo può essere perseguito, peraltro, adottando un codice di autodisciplina aziendale molto rigoroso, di cui è opportuno dare notizia al mercato²¹. Questo pare essere l'orientamento di un contenuto gruppo di imprese analizzate (9 in tutto, di cui una quotata nel MTAX), che rendono disponibile sul sito, in formato Pdf, il proprio codice di autodisciplina.

Da ultimo, l'indagine segnala una buona diffusione dei prospetti informativi da parte delle società STAR di MTAX (50%), diversamente da quanto si riscontra nell'altro mercato (20%).

²¹ Si tiene a precisare che nel sito di un'azienda del MTAX esiste un link intitolato "Codice di autodisciplina", che contiene però la relazione sulla corporate governance. Da tale situazione si evince approssimazione nell'utilizzo del linguaggio da parte della società in oggetto.

Per concludere l'analisi della varietà e della numerosità dei documenti societari pubblicati nel sito, pare opportuno prendere in considerazione anche la possibilità di acquisire le relative informazioni in lingua inglese, come previsto tra i requisiti di eccellenza del segmento STAR con particolare riguardo all'informativa economico-finanziaria.

I risultati dell'indagine non sono per niente confortanti: mentre l'opzione per il cambio della lingua in cui leggere il sito è costantemente presente – manca, infatti, in un solo caso – gli effetti sull'informativa di corporate governance sono sovente assai deludenti (Tabella 5.7).

Tabella 5.7 – La traduzione delle informazioni in lingua inglese

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Traduzione completa	26	58%	10	42%
Traduzione parziale	19	42%	14	58%

Soltanto il 58% e il 42% delle società STAR quotate rispettivamente nel MTA e nel MTAX consentono di acquisire anche in lingua inglese sia le informazioni on line (tipicamente quelle sugli organi istituzionali e sul management) sia i documenti in formato Pdf. Sono però esistenti anche situazioni molto gravi, tali per cui:

- vengono tradotte soltanto le informazioni on line;
- alcuni documenti continuano ad essere scaricabili esclusivamente in lingua italiana (caso molto frequente per la relazione di corporate governance);
- la specifica area del sito si svuota, diversamente dalle altre sezioni;
- l'opzione per il cambio della lingua non funziona o non esiste.

Ad evidenza, non è accettabile che gran parte delle aziende che si sottopongono a requisiti stringenti di governance e di trasparenza risultino così inadatte a confrontarsi con gli investitori, non solo nazionali ma anche stranieri, in un'epoca caratterizzata dalla globalizzazione dell'economia e dei mercati.

Il successo delle imprese si costruisce in misura sempre più rilevante attraverso la capacità di competere in campo internazionale. Inoltre, gli scandali che hanno investito numerose aziende italiane ed estere hanno accentuato le attese conoscitivo-valutative degli stakeholder di tutto il mondo, in relazione ai sistemi di governo e di controllo ed ai processi di produzione e veicolazione delle informazioni. L'attitudine a

dimostrare l'impegno profuso nella corretta realizzazione della corporate governance e nella promozione di comunicazioni trasparenti configura, dunque, un fattore critico per gestire il consenso di tutti gli interlocutori sociali ed acquisire risorse anche dall'estero. In tale ambito, non si può che pretendere – dalle imprese STAR – un sistematico impegno nella comunicazione di governance anche in lingua inglese.

5.3. I risultati dell'indagine: la relazione sulla corporate governance

Nel presente paragrafo lo studio si concentra sul principale documento descrittivo della governance aziendale, con l'obiettivo di valutarne la chiarezza espositiva e la completezza dei contenuti.

L'indagine è condotta sul documento più recente, che si riferisce all'esercizio 2004. Ne deriva che, dal punto di vista dei requisiti di corporate governance richiesti alle imprese analizzate, ci sono differenze tra il segmento STAR del MTA e quello del MTAX²², che nel 2004 era ancora sostanzialmente rappresentato dal settore TechSTAR del Nuovo Mercato. Ciò può comportare una diversa attenzione delle aziende a comunicare specifiche informazioni, ad esempio quelle sul comitato per le remunerazioni (obbligatorio, nel 2004, per l'ex TechSTAR) e sui sistemi retributivi incentivanti (previsti, nel 2004, per le aziende STAR del MTA).

L'analisi prende in considerazione tutte le società STAR dei mercati MTA e MTAX che hanno inserito la relazione di governance nel proprio sito Internet o che l'hanno trasmessa a Borsa Italiana SpA.

In effetti, si è già osservato che sono soltanto 36 e 19 le imprese dei due mercati che pubblicano la relazione nel proprio sito web, nonostante tutte le 45 aziende STAR del MTA e 23 del MTAX redigano il documento per adempiere agli obblighi imposti agli emittenti e lo mettano regolarmente a disposizione di Borsa Italiana.

L'indagine risulta condotta, quindi, sulle 45 relazioni di tutte le imprese STAR del MTA e su 23 relazioni delle imprese STAR del MTAX²³. Da qui in avanti tali valori sono posti pari al 100% nelle tabelle e nei commenti.

²² Si ricorda che le peculiarità sono state già illustrate nella presentazione delle società oggetto di indagine.

²³ Da qui in avanti, tali valori rappresentano la base di riferimento (N) nelle tabelle.

È doveroso precisare che l'unica azienda del MTAX di cui non è possibile reperire la relazione sulla corporate governance né dal sito aziendale, né dall'archivio di Borsa Italiana è una società straniera. In proposito, si ricorda che gli obblighi informativi sono rivolti a tutte le società ammesse alla quotazione, nazionali ed estere²⁴; Borsa Italiana può tuttavia concedere una deroga: si può ritenere, pertanto, che la mancanza di questa relazione di governance sia autorizzata dalla società di gestione del mercato.

L'analisi delle relazioni segue lo schema in precedenza esposto. Si osserva, in un primo momento, la struttura complessiva dei documenti, per approfondirne poi i contenuti in base alla conformità rispetto alle indicazioni di Borsa Italiana e di Assonime ed Emittenti Titoli, tenendo conto anche delle possibili ulteriori informazioni che potrebbero validamente trovare spazio nella relazione.

5.3.1. La struttura complessiva delle relazioni analizzate

L'efficacia della relazione sulla corporate governance deriva, almeno in parte, dalla sua struttura espositiva. Come è stato osservato in merito alla navigazione nel sito web aziendale, l'acquisizione delle informazioni da parte del lettore può essere agevolata offrendo, inizialmente, sintetiche notizie sul modello di governo societario e sull'identità aziendale. Inoltre, il documento dovrebbe essere impostato in modo da facilitare il confronto con le relazioni degli esercizi precedenti e con quelle predisposte dalle altre società quotate.

Le considerazioni formulate portano a verificare, in particolare, la corrispondenza delle relazioni al modello suggerito nella *Guida* di Assonime ed Emittenti Titoli, riflettendo (Tabella 5.8):

- sull'esistenza di un'introduzione generale;
- sul ricorso alle tabelle conclusive di sintesi.

²⁴ Art. 2.1.4 del Regolamento del Nuovo Mercato in vigore dal 5 novembre 2004, oggi sostituito dal Regolamento unico per MTA e MTAX.

Tabella 5.8 – La struttura delle relazioni sulla corporate governance

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Introduzione generale	39	87%	18	78%
Tablette di sintesi:				
• utilizzate in aggiunta alle informazioni descrittive	15	33%	6	26%
• utilizzate in sostituzione delle informazioni descrittive	12	27%	8	35%
• non inserite nel documento	18	40%	9	39%

La lettura delle relazioni di governance porta ad affermare che la situazione attuale è insoddisfacente. Le percentuali elevate per quanto riguarda la sezione introduttiva del documento (87% nel MTA e 78% nel MTAX) nascondono, in realtà, un utilizzo improprio dello strumento. Pochissime aziende, infatti, vanno al di là di una mera indicazione degli obblighi informativi cui la relazione risponde: il 96% delle aziende considerate, ad esempio, sottolinea il collegamento tra la relazione e il codice Preda (Tabella 5.9) ma soltanto un limitato numero di imprese ritiene opportuno illustrare l'utilità del modello di governo, suggerito da quest'ultimo, per favorire: la generazione di valore per gli azionisti e gli altri stakeholder; la trasparenza verso il mercato; il controllo dei rischi; il contemperamento degli interessi.

Nel complesso, le società analizzate (in particolare quelle del MTA) sembrano trascurare altresì l'importanza di comunicare agli interlocutori l'esistenza di modelli di riferimento per la stesura della relazione di governance, quasi a volersi sottrarre da un giudizio sull'efficacia dell'informativa veicolata rispetto alle linee guida esistenti.

Tabella 5.9 – Le informazioni sintetiche contenute nella parte introduttiva

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Richiamo di:				
• codice Preda	43	96%	22	96%
• Linee guida di Borsa Italiana SpA	13	29%	11	48%
• Guida di Assonime ed Emittenti Titoli SpA	10	22%	6	26%
Organo amministrativo	17	38%	7	30%
Comitati interni	12	27%	3	13%
Organo di controllo	14	31%	7	30%
Società di revisione	4	9%	1	4%
Funzionamento dell'assemblea	12	27%	4	17%
Capitale sociale, azionariato e patti parasociali	14	31%	6	26%
Struttura del gruppo	7	16%	2	9%
Missione, obiettivi, responsabilità d'impresa	6	13%	3	13%

Al contrario, le imprese del MTA enfatizzano sovente l'appartenenza al segmento STAR, ricercando consensi sulla decisione di sottoporsi volontariamente a requisiti stringenti di trasparenza e di corporate governance²⁵.

Per quanto riguarda le informazioni sintetiche offerte nella parte introduttiva della relazione, si riscontra – come per i siti Internet – la quasi assoluta mancanza di precisazioni sul modello adottato (tradizionale, dualistico, monistico)²⁶ e sulle motivazioni che hanno portato a tale scelta. Le società tendono a sottolineare immediatamente il ruolo e le modalità di funzionamento del consiglio di amministrazione, segnalando altresì la composizione dell'organo di controllo amministrativo (ignorando, nella maggior parte dei casi, la società di revisione contabile). Le imprese considerate si dimostrano attente anche alle informazioni che possono interessare più direttamente ai soci, ossia quelle sulla struttura dell'azionariato e sul funzionamento dell'assemblea. Raramente, però, allargano i riferimenti fino alla struttura del gruppo (informazione che non figura nemmeno tra i contenuti specifici del documento) o fino ad esplicitare le relazioni tra corporate governance, realizzazione delle finalità aziendali e responsabilità dell'impresa nei confronti degli stakeholder.

Per quanto attiene, invece, alle tabelle di sintesi che dovrebbero chiudere la relazione di governance, i risultati sono piuttosto deludenti. Come precisato nella precedente Tabella 5.8, ben il 40% delle aziende – equamente distribuite nei due mercati – non procede alla compilazione. Inoltre, le tabelle sono frequentemente proposte in sostituzione di una organica esposizione delle informazioni nel nucleo centrale della relazione, soprattutto da parte delle imprese del MTAX. Tale approccio può essere accettato per alcune informazioni (come la composizione nominativa del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale) ma non per elementi importanti e strettamente connessi all'applicazione del codice di autodisciplina, con un orientamento di progressivo miglioramento della corporate governance e della trasparenza: si pensi, ad esempio, all'istituzione del preposto al controllo interno e dell'investor relator, informazioni che dovrebbero essere accompagnate dalla descrizione delle funzioni attribuite ai due soggetti e dei rapporti con gli organi istituzionali.

²⁵ Si ricorda che le relazioni di governance analizzate sono quelle del 2004; pertanto, il riferimento ai requisiti STAR non può ancora risultare nelle relazioni delle imprese del MTAX, per le quali l'adeguamento del modello societario e della comunicazione al mercato è necessariamente successivo all'entrata in vigore della nuova segmentazione dei mercati (19 settembre 2005).

²⁶ L'indicazione è fornita soltanto da 2 imprese del MTA e da 3 del MTAX.

Da ultimo, si segnala che un esiguo numero di relazioni è completato da uno o più allegati (il regolamento assembleare, di internal dealing, ecc.). Anche in questo caso, l'intento è snellire la struttura della relazione di governance, trasferendo sugli interlocutori l'onere di procurarsi le informazioni dettagliate in altri documenti. A giudizio di chi scrive, tuttavia, non dovrebbero mai mancare le informazioni basilari all'interno della relazione e, qualora l'azienda opti per un rinvio ad altri documenti, è essenziale che essa espliciti dove siano reperibili.

5.3.2. I contenuti delle relazioni analizzate

Si presentano, nel presente paragrafo, i risultati emersi dalla lettura delle 68 relazioni di corporate governance a disposizione. Come anticipato, l'esposizione delle evidenze empiriche segue tendenzialmente la struttura dei contenuti suggerita da Borsa Italiana e da Assonime ed Emittenti Titoli. Pertanto, il lavoro si focalizza sulle seguenti aree di informazione:

1. il consiglio di amministrazione (composizione; funzionamento; comitati interni);
2. il sistema di controllo interno (finalità e organi coinvolti);
3. le operazioni con parti correlate;
4. le informazioni riservate e l'internal dealing;
5. i rapporti con gli azionisti;
6. il collegio sindacale.

L'informativa sul consiglio di amministrazione

La centralità dell'organo amministrativo per l'efficace realizzazione della corporate governance dovrebbe trovare riscontro in una comunicazione esauriente:

- sulla sua composizione;
- sulle competenze;
- sullo svolgimento delle riunioni;
- sui comitati interni con funzione consultiva e propositiva, tipicamente in rapporto alle nomine e alle remunerazioni.

In merito alla composizione del consiglio di amministrazione, la Tabella 5.10 evidenzia risultati molto confortanti (prossimi o pari al 100%) in entrambi i mercati, con

riferimento all'indicazione dei nomi degli amministratori e della scadenza del mandato. Anche l'informazione sulle cariche ricoperte in altre società quotate, bancarie, finanziarie, assicurative e di rilevanti dimensioni trova quasi sempre spazio nella relazione²⁷.

In proposito, ci si limita a sottolineare che i dati sono decisamente migliori rispetto a quelli riscontrati nell'analisi dei siti web per le medesime variabili; sarebbe peraltro molto preoccupante il contrario.

Anche la dimensione dell'organo, generalmente prefissata dallo statuto, trova una discreta esplicitazione nelle relazioni di governance delle società STAR del MTA (60%) e del MTAX (61%): ciò consente all'interlocutore aziendale di valutare la possibilità che, all'interno del consiglio di amministrazione, si realizzi un ordinato confronto tra più parti.

Tabella 5.10 – Le informazioni sulla composizione del consiglio di amministrazione

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Numero minimo e massimo di componenti	27	60%	14	61%
Nominativi	44	98%	23	100%
Scadenza del mandato	42	93%	22	96%
Altre cariche ricoperte	40	89%	22	96%
Amministratori esecutivi e non esecutivi	44	98%	23	100%
Amministratori indipendenti:				
• qualifica	45	100%	23	100%
• funzione	8	18%	11	48%

Al riguardo, si ricorda il ruolo riconosciuto agli amministratori non esecutivi e a quelli indipendenti nell'apporto di competenze professionali ed esperienza all'interno del consiglio. Anche sotto questo profilo, la comunicazione delle imprese è pressoché ottima: oltre alla qualifica di membro non esecutivo e indipendente, è frequente la precisazione delle condizioni rispetto alle quali è valutata l'indipendenza, nonché la periodicità con cui essa viene verificata dal consiglio stesso o dal comitato per le nomine.

Inoltre, 2 imprese del MTAX sottolineano la competenza maturata da alcuni amministratori indipendenti nel settore in cui opera l'azienda, come era richiesto dal Re-

²⁷ È doveroso precisare che, nella relazione di una società STAR del MTA, l'informazione sulle altre cariche ricoperte è fornita due volte (nel testo e nella tabella di sintesi dedicata al consiglio di amministrazione) ma le indicazioni non coincidono fra loro. Può trattarsi di un segnale di trascuratezza nella redazione del documento, che mette in dubbio anche la correttezza delle altre informazioni pubblicate dalla stessa impresa.

golamento del Nuovo Mercato alle aziende TechSTAR, prima dell'equiparazione con il mercato MTA. Infine, il 48% delle relazioni di queste stesse società enfatizza il compito degli amministratori indipendenti, di agevolare deliberazioni senza l'esistenza di conflitti di interesse.

Quando si passa ad appurare l'efficacia delle informazioni sul presidente e sugli amministratori delegati (Tabella 5.11), emerge la tendenza di non poche imprese a fornirne i nominativi senza descriverne il ruolo e le funzioni. È vero che alcune competenze sono necessariamente attribuite a questi soggetti (si pensi alla convocazione e al coordinamento dei lavori del consiglio di amministrazione da parte del presidente); tuttavia i meccanismi di delega possono ampliare in misura più o meno rilevante le competenze ed i poteri loro attribuiti, fino a far coincidere le due cariche²⁸: per il futuro, si auspica quindi che le informazioni in oggetto siano fornite da tutte le aziende. Per il momento, si segnala che alcune imprese (4 per mercato) offrono una descrizione molto dettagliata dei poteri conferiti agli amministratori delegati; tali società vanno oltre il generico richiamo di "tutti i poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione", che in certe relazioni è fin troppo diffuso e che tende probabilmente a coprire l'atteggiamento reticente dei vertici istituzionali.

Tabella 5.11 – Le informazioni sul presidente e sugli amministratori delegati

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Presidente:				
• nome	44	98%	23	100%
• ruolo e funzioni	33	73%	19	83%
Amministratori delegati:				
• nome	45	100%	22	96%
• ruolo e funzioni	36	80%	18	78%

Ancora in tema di competenze, la relazione sulla corporate governance deve esplicitare quelle riservate al consiglio di amministrazione. A giudizio di chi scrive, non è sufficiente il rinvio alle norme di legge²⁹ o alle previsioni del codice di autodisciplina,

²⁸ Nel segmento STAR del MTA, il presidente riveste anche la carica di amministratore delegato nel 47% dei casi, mentre nel MTAX la percentuale scende al 43%.

²⁹ Molte relazioni rinviano all'art. 2381 c.c., contenente le materie che non possono essere delegate a singoli amministratori o al comitato esecutivo, se istituito. Si tratta, in particolare, delle seguenti funzioni, precisate in altri articoli del codice civile:

1. emissione di obbligazioni convertibili, art. 2420-ter (se lo statuto attribuisce il potere al consiglio di amministrazione; in caso contrario, la competenza spetta all'assemblea straordinaria);
2. redazione del bilancio, art. 2423;

trasferendo sull'interlocutore lo sforzo di procurarsi le informazioni. La Tabella 5.12 mostra, a questo proposito, che un numero limitato di imprese (6 nel MTA e 2 nel MTAX) deve necessariamente migliorare le modalità espositive delle informazioni³⁰.

È altresì importante che la relazione sulla corporate governance identifichi i casi in cui il consiglio di amministrazione, pur non avocando a sé il potere esclusivo su una data materia, debba autorizzare preventivamente l'intervento di singoli amministratori o dirigenti, precisando eventualmente anche le modalità per il compimento delle operazioni. Le informazioni in oggetto sono piuttosto diffuse, essendo fornite dall'84% delle società STAR del MTA e dal 78% di quelle del MTAX. Si tratta generalmente dell'autorizzazione a compiere operazioni con parti correlate, operazioni di significativo rilievo economico, finanziario e patrimoniale ed operazioni inusuali o atipiche. Alcune imprese ricordano anche le eccezioni, ad esempio quando la controparte è una società del gruppo e, ciononostante, le operazioni siano realizzate a condizioni di mercato.

Sono molto buoni anche i risultati relativi alla descrizione delle deleghe (precisate rispettivamente da 40 e 20 società nei due mercati), nonché alle rassicurazioni per gli stakeholder in merito al dovere degli organi delegati di riferire al consiglio di amministrazione sull'attività svolta (chiarimento offerto da 42 e 17 imprese): tale precisazione, infatti, dimostra che tutti i componenti possono esprimere le proprie considerazioni sulla base di un'adeguata conoscenza, che è compito del presidente promuovere.

Tabella 5.12 – Le informazioni sulle competenze del consiglio e sulle deleghe

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Competenze esclusive del consiglio	39	87%	21	91%
Potere di autorizzazione per operazioni significative	38	84%	18	78%
Contenuto delle deleghe	40	89%	20	87%
Acquisizione di informazioni dagli organi delegati	42	93%	17	74%

3. aumento del capitale sociale, art. 2443 (con le stesse condizioni indicate al punto 1);
4. convocazione dell'assemblea straordinaria per ridurre il capitale sociale a causa di perdite di oltre un terzo o perché sceso al disotto del limite legale, art. 2446 e 2447;
5. redazione del progetto di fusione e di scissione, art. 2501-ter e 2506-bis.

³⁰ Un'altra situazione riscontrata di frequente consiste nella mera ripetizione degli articoli del codice di autodisciplina (specificamente l'art. 1.2 in cui sono elencati i compiti del consiglio di amministrazione). Di fronte ad una simile scelta, viene da pensare che:

- l'adesione al codice Preda sia realizzata più in modo formale che sostanziale;
- la predisposizione della relazione di governance non sia vissuta come un momento di reale apertura verso gli stakeholder, ma solo come adempimento degli obblighi informativi.

Anche l’informativa sulle riunioni del consiglio di amministrazione dovrebbe trovare una chiara rappresentazione nella relazione sulla corporate governance.

La Tabella 5.13 mostra una situazione generalmente positiva per quanto attiene all’informazione sintetica sul numero e/o la frequenza delle riunioni, solitamente precisate per l’esercizio concluso e per quello successivo. Le altre informazioni sono, invece, insoddisfacenti.

Il tasso di partecipazione dei singoli componenti è indicato dal 73% delle imprese STAR del MTA e dal 78% di quelle del MTAX; talvolta l’informazione, tipicamente inserita nelle tabelle di sintesi, manca proprio perché queste non sono state predisposte. Sarebbe interessante conoscere anche quali altri soggetti sono invitati a partecipare alle riunioni (in genere gli alti dirigenti, in aggiunta ai sindaci che assistono alle riunioni del consiglio di amministrazione per obbligo di legge), per poter valutare il grado di condivisione esistente.

Anche l’informazione sulla preparazione degli amministratori tramite la distribuzione di materiale in vista delle riunioni è poco diffusa (56% e 78%). Ancor più grave è la scarsa presenza di spiegazioni – soprattutto nel MTAX – sulla procedura adottata quando un amministratore si trova in una situazione di conflitto di interesse³¹ e dovrebbe pertanto astenersi dalla delibera consiliare, dopo aver illustrato i fatti all’organo collegiale.

Tabella 5.13 – Le informazioni sulle riunioni del consiglio di amministrazione

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Numero e/o frequenza delle riunioni	42	93%	20	87%
Tasso di partecipazione	33	73%	18	78%
Preventiva disponibilità di informazioni sui temi da discutere	25	56%	18	78%
Astensione e allontanamento degli amministratori	29	64%	10	43%

Si considera ora l’informativa sulla procedura di nomina degli amministratori e sul connesso comitato, se istituito.

Dalla Tabella 5.14 emerge che il 91% delle aziende, con identica distribuzione nei due mercati, segnala il preventivo deposito del curriculum dei candidati presso la sede sociale, precisando talvolta che si tratta di una prassi virtuosa ma non obbligatoria. Un

³¹ I casi più diffusi sono riconducibili alle operazioni in cui l’amministratore costituisce una parte correlata (o ha rapporti economici o personali con quest’ultima) e alle decisioni relative alla remunerazione del consigliere.

ridotto numero di imprese, viceversa, fornisce precisazioni sul voto di lista, finalizzato all'elezione di consiglieri delle minoranze³²; in particolare, è opportuno che la relazione chiarisca quando il voto di lista non è adottato, come fanno adeguatamente 11 imprese del MTA e 2 del MTAX.

Tabella 5.14 – Le informazioni sulle nomine e sul relativo comitato

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Deposito del curriculum dei candidati	41	91%	21	91%
Precisazioni sul voto di lista	17	38%	7	30%
Comitato per le proposte di nomina:				
• esistenza	4	9%	3	13%
• motivazioni della mancata istituzione	28	62%	8	35%

La comunicazione relativa al comitato per le proposte di nomina è insoddisfacente, soprattutto da parte delle aziende STAR del MTAX. Al riguardo, si ricorda che il comitato in oggetto non è imposto dal codice Preda come obbligatorio; tuttavia è istituito da 4 imprese del MTA e da 3 del MTAX, le quali precisano sempre la sua composizione ma non perfettamente i compiti, le attività svolte e la partecipazione dei membri alle riunioni.

La mancata istituzione del comitato per le nomine è motivata dal 62% delle imprese STAR del MTA, percentuale abbastanza significativa, ma soltanto dal 35% delle società quotate nell'altro mercato. Ad evidenza, anche in questo caso è richiesta maggiore trasparenza, soprattutto per tutelare gli azionisti di minoranza: in effetti, il motivo per cui il comitato non viene istituito è quasi sempre riconducibile alla presenza di un azionista di controllo o di un accordo tra i soci principali per esprimere la composizione del consiglio di amministrazione. Più raramente, invece, il comitato non viene istituito perché le sue funzioni sono svolte autonomamente dal presidente del consiglio di amministrazione, oppure perché l'impresa utilizza il voto di lista e non avverte la necessità di procedere ad una preventiva selezione dei possibili candidati, tesa a definire la composizione più equilibrata dell'organo per quanto attiene alle capacità, all'esperienza e alla imparzialità di giudizio dei membri.

Da ultimo, si considera l'informativa sul sistema delle remunerazioni e sul comitato che può formulare proposte e valutazioni in merito (Tabella 5.15).

³² Si ricorda che, con la legge 262/2005 sulla tutela del risparmio, diviene obbligatoria la nomina dell'amministratore delle minoranze.

Tabella 5.15 – Le informazioni sui sistemi di remunerazione e sul relativo comitato

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Descrizione del sistema di remunerazione	33	73%	14	61%
Relazione tra risultati e compensi	36	80%	14	61%
Piani di stock option per gli amministratori	11	24%	8	35%
Piani di stock option per i dirigenti e i dipendenti	13	29%	10	43%
Comitato per le remunerazioni:				
• esistenza	39	87%	23	100%
• composizione	39	87%	23	100%
• competenze	29	64%	18	78%
• attività svolta	21	47%	13	57%
• partecipazione dei membri alle riunioni	22	49%	10	43%

Il commento dei risultati deve tenere conto degli obblighi imposti da Borsa Italiana ai due gruppi di aziende nell'anno 2004, al quale si riferiscono le relazioni analizzate:

- per le imprese STAR del MTA, il Regolamento prevedeva un sistema di remunerazione incentivante per gli amministratori esecutivi e per il top management;
- per le imprese che costituivano il segmento TechSTAR del Nuovo Mercato, il Regolamento prevedeva l'istituzione di un comitato per le remunerazioni.

L'indagine conferma la tendenza delle società analizzate ad allinearsi ai rispettivi requisiti obbligatori. Infatti, le aziende STAR del MTA prestano maggiore attenzione, rispetto a quelle del MTAX, alla descrizione del sistema di remunerazione collegato al raggiungimento di prefissati risultati (80% contro 61%); da parte loro, le imprese ex TechSTAR adempiono tutte all'obbligo di istituire il comitato per le remunerazioni e ne danno notizia nella relazione di governance (100% contro 87%).

Purtroppo, le informazioni dettagliate non sono mai complete. La descrizione dei meccanismi incentivanti, corredata dalla precisazione dei soggetti cui sono rivolti, presenta ampi margini di miglioramento. Ad esempio, soltanto 8 società del MTA e una del MTAX indicano il parametro adottato per valutare le performance dei vertici (reddito ante imposte, fatturato, quotazione, ecc.).

Del pari, le informazioni sul comitato per le remunerazioni sono carenti per quanto attiene all'effettivo funzionamento in termini di attività svolte e di riunioni periodiche.

Con riferimento agli altri comitati interni al consiglio di amministrazione – ad eccezione del comitato per il controllo interno, per il quale si rinvia al prossimo paragrafo – non esistono né obblighi di Borsa Italiana né raccomandazioni del codice di autodisciplina. In effetti, le relazioni sulla corporate governance non contengono quasi mai

indicazioni su altri comitati. Nei rari casi in cui questi vengono istituiti³³, tuttavia, le relazioni di governance tendono a fornirne soltanto la composizione e una breve descrizione dei compiti: le imprese adottano, quindi, un approccio minimale nella comunicazione sulle componenti discrezionali del proprio sistema di governance, che potrebbero invece agevolare la formazione di consenso e fiducia da parte del mercato.

L'informativa sul sistema di controllo interno

Il codice Preda prevede che le società adottino un adeguato sistema di controllo interno, inteso come l'insieme dei processi diretti a monitorare: l'efficienza delle operazioni aziendali, l'affidabilità dell'informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti, la salvaguardia dei beni aziendali, la gestione dei rischi.

La relazione sulla corporate governance dovrebbe offrire, in primo luogo, un quadro complessivo sul sistema di controllo interno, illustrandone le finalità, il contributo dei differenti organi che ne garantiscono indirizzo, funzionamento e monitoraggio, nonché le relazioni tra tali organi.

Una valida presentazione del sistema di controllo interno dovrebbe altresì comprendere la descrizione delle fasi di sviluppo del sistema stesso – sulle quali i vertici si sono concentrati durante l'esercizio – e l'indicazione degli interventi già programmati per il futuro: in effetti, l'attenzione per il controllo interno è relativamente recente e molte imprese italiane sono ancora alla ricerca dell'assetto ottimale dei processi e degli organi³⁴.

Da ultimo, la presentazione generale del sistema di controllo interno dovrebbe comprendere un giudizio del consiglio di amministrazione in relazione all'efficacia dello stesso, corredato da opportune motivazioni.

³³ Si tratta dei seguenti comitati: comitato esecutivo; comitato per le strategie, le acquisizioni e lo sviluppo; comitato fidi.

³⁴ Quanto affermato trova conferma, ad esempio, nel fatto che alcune imprese dichiarano di avere cambiato, durante l'esercizio, i preposti al controllo interno, per affidare la funzione ad una unità indipendente e sottrarla così al controllo gerarchico esercitabile dalla direzione generale. In effetti, non è raro che tali aziende attribuissero il ruolo di preposto al direttore amministrativo o, addirittura, al direttore del personale.

Tabella 5.16 – Le informazioni generali sul sistema di controllo interno

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Finalità del sistema di controllo interno	25	56%	16	70%
Relazioni tra soggetti e organi con funzioni di controllo	45	100%	18	78%
Fasi di sviluppo del sistema	7	16%	4	17%
Giudizio del consiglio di amministrazione	8	18%	2	9%

La Tabella 5.16 mostra che un numero piuttosto limitato di imprese, soprattutto nel MTA, precisa le finalità del sistema di controllo interno. Inoltre, la ricerca appura che molte di queste aziende, in entrambi i segmenti (16 e 9 rispettivamente), tendono a ripetere le espressioni utilizzate nel codice Preda o nel *Framework* del CoSO sul controllo interno: sorge quindi il dubbio che esista un reale impegno da parte delle aziende nella realizzazione del sistema di controllo interno, o comunque nella comunicazione che lo riguarda.

Le informazioni sulle fasi di sviluppo del sistema sono sovente poco curate. Le aziende che le inseriscono nella relazione (soltanto il 16% nel MTA e il 17% nel MTAX) lo fanno in termini piuttosto generici; solo un'impresa dichiara le difficoltà incontrate e spiega come ha potuto superarle: a giudizio di chi scrive, si tratta di un'informazione molto apprezzabile³⁵.

Interessante è anche la presentazione di un “Osservatorio interfunzionale rischi e controlli”, appositamente costituito da una società bancaria del MTA in aggiunta agli organi previsti dal codice di autodisciplina. La relazione di governance precisa che all'Osservatorio sono attribuiti poteri di indirizzo, monitoraggio e rendicontazione sul sistema di controllo interno. Si tratta, inoltre, di un organo assai articolato, rilevante non solo per l'azienda ma per tutto il suo gruppo. Presieduto dal vicedirettore generale, l'Osservatorio comprende i responsabili delle funzioni di internal auditing, risk management, pianificazione strategica, coordinamento di gruppo, finanza, risorse tecniche, affari legali. Ad evidenza, il coinvolgimento di un gruppo manageriale così vasto e differenziato è sintomatico di una forte cultura del controllo diffusa a tutti i livelli organizzativi, la quale viene adeguatamente valorizzata anche attraverso la comunicazione di governance diretta agli stakeholder.

³⁵ L'impresa in oggetto precisa che l'introduzione del sistema di controllo interno è stata inizialmente curata dal comitato per il controllo interno e dal preposto, i quali tuttavia hanno successivamente riscontrato la necessità di far intervenire una società di consulenza specializzata. Si tratta, probabilmente, di una situazione molto diffusa ma che non viene quasi mai segnalata nelle relazioni sulla corporate governance.

Il giudizio del consiglio di amministrazione sul sistema di controllo interno è assai raro tra le aziende STAR del MTA (8) e quasi inesistente tra quelle del MTAX (2). Quando è formulato, risulta comunque molto sintetico: le imprese tendono ad affermare, infatti, che si possa considerare in linea con le finalità perseguite e con le dimensioni aziendali.

I dati sono molto più positivi per quanto attiene all'indicazione dei soggetti e degli organi che ricoprono funzioni nell'ambito del sistema di controllo interno: dal consiglio di amministrazione che ne ha la responsabilità, fino ai consulenti che intervengono per affrontare professionalmente specifici problemi. Due relazioni ricordano altresì i controlli di linea realizzati direttamente dai dipendenti, parallelamente all'esercizio delle proprie funzioni operative, per verificare essi stessi la correttezza delle proprie azioni.

Nel complesso, dunque, sembra che le società analizzate attribuiscono maggiore importanza alla parte strutturale del sistema di controllo interno, concentrandosi sulla comunicazione di ruoli e responsabilità a scapito delle informazioni sui processi realizzati o programmati. A tale conclusione si giunge anche osservando l'informativa sul comitato per il controllo interno (obbligatorio per tutte le aziende considerate) e sul preposto (Tabella 5.17).

Tabella 5.17 – Le informazioni sul comitato per il controllo interno e sul preposto

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Comitato per il controllo interno:				
• esistenza	44	98%	23	100%
• composizione	44	98%	23	100%
• tasso di partecipazione alle riunioni	29	64%	14	61%
• competenze	23	51%	21	91%
• attività svolte	29	64%	10	43%
• indicazione dei soggetti a cui riferisce	19	42%	17	74%
Preposto al controllo interno:				
• esistenza	39	87%	18	78%
• nominativo	20	44%	12	52%
• competenze	13	29%	11	48%
• attività svolte	7	16%	4	17%
• precisazione dell'indipendenza	30	67%	15	65%
• coincidenza con l'internal auditor	18	40%	8	35%

I risultati sul comitato per il controllo interno confermano la tendenza delle imprese a trasferire nella relazione di governance le informazioni sulla struttura, tipiche del

codice di autodisciplina interno e generalmente precisate nello statuto aziendale. In effetti, tutte le società che presentano il comitato per il controllo interno, ne elencano le competenze e la composizione oltre, in molti casi, il tasso di partecipazione dei membri alle riunioni. Affinché la comunicazione sia efficace, tuttavia, è importante che vengano precisati gli interventi effettivamente realizzati dal comitato³⁶: in questo senso è positivo soprattutto il comportamento delle società STAR del MTA, che si dimostrano più attente ad informare sull'attività svolta dal comitato (64%) piuttosto che sulle competenze che gli sono attribuite (51%) e che sono relativamente invariabili rispetto alla best practice. Le società del MTAX, viceversa, devono profondamente modificare il proprio orientamento.

Tra le informazioni che dovrebbero trovare maggiore spazio nella relazione, si collocano quelle relative ai compiti che il comitato ha svolto al posto di un altro organo istituzionale. Ad esempio, dall'analisi emerge che:

- in una società è il comitato che nomina il preposto (ma questa è una tipica funzione dell'amministratore delegato);
- in un'altra azienda, la responsabilità sul sistema di controllo interno spetta al comitato (che si sostituisce così, incomprensibilmente, al consiglio di amministrazione).

La ripartizione delle competenze tra gli organi di controllo è studiata, nei codici di autodisciplina, per garantire un equilibrato svolgimento di tutte le funzioni di progettazione, operative e di monitoraggio. Qualora l'impresa non si adegui a tale impostazione, è doveroso che fornisca opportuni motivazioni; al contrario, le relazioni analizzate non si soffermano su tale aspetto, al quale non danno neppure una minima evidenza.

Inoltre, è utile chiarire che il comitato risponde al consiglio di amministrazione e precisare quali soggetti partecipano alle sue riunioni, con un orientamento improntato alla collaborazione nelle attività di controllo: in alcune imprese, oltre ai sindaci, pos-

³⁶ Nell'ambito delle attività concretamente esercitate dal comitato e riscontrate nelle relazioni di governance, in aggiunta a quelle che discendono da precise indicazioni del codice di autodisciplina, si segnalano:

- a) l'analisi di correttezza dei processi operativi (acquisto, produzione, vendita, gestione del magazzino, ecc.), oltre che delle procedure di rilevazione contabile, di conferimento di incarichi a soggetti esterni e di fissazione dei prezzi di vendita;
- b) la valutazione dell'idoneità dei sistemi informatici per le rilevazioni contabili e per la condivisione delle informazioni all'interno del gruppo;
- c) la verifica dello stato di avanzamento del progetto di integrazione tra i sistemi di controllo della gestione di alcune aziende del gruppo.

sono partecipare anche gli esponenti della società di revisione e i dirigenti di funzione maggiormente interessati dalle proposte del comitato. Sotto questo profilo, le società STAR del MTAX risultano più attente delle altre (74% contro 42%).

Per quanto riguarda il preposto al controllo interno, le informazioni sono decisamente meno soddisfacenti. Molte relazioni non lo descrivono ed utilizzano la tabella finale di sintesi per precisarne l'esistenza, l'indipendenza e l'eventuale coincidenza con l'internal auditor. Trattandosi di una figura sulla quale il codice di autodisciplina resta abbastanza vago, sarebbe opportuno che almeno le imprese offrissero chiarimenti sulle competenze e sull'attività svolta. Al riguardo, tra le aziende osservate, risultano più precise quelle quotate nel MTAX.

Da ultimo, la ricerca si sofferma sull'informativa dedicata al modello di organizzazione, gestione e controllo di cui le imprese dovrebbero dotarsi per prevenire le frodi e proteggersi dalla responsabilità amministrativa per fatti compiuti da propri esponenti (D.lgs. 231/2001).

Tabella 5.18 – Le informazioni sul modello di organizzazione, gestione e controllo

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Introduzione del modello ex D.lgs. 231/2001:				
• già effettuata	12	27%	6	26%
• in fase di studio o realizzazione	6	13%	0	0%
Descrizione del modello e/o dell'organo di vigilanza	11	24%	3	13%
Dichiarazione di adozione del codice etico	14	31%	4	17%
Presentazione del codice etico	9	20%	0	0%

Dalla Tabella 5.18 emerge, a prima vista, una situazione insoddisfacente. Sembra, infatti, che soltanto 18 società STAR del MTA e 6 del MTAX abbiano introdotto o stiano predisponendo il modello. Il dato, tuttavia, va interpretato tenendo conto del fatto che il codice di autodisciplina non fa alcun riferimento al D.lgs. 231/2001 e ciò può avere indotto una parte delle aziende a non trattare l'argomento nella relazione sulla corporate governance. In effetti, altre 3 aziende del MTA forniscono solo vaghi spunti, che non consentono neppure di stabilire se il modello sia già operativo.

In merito ai dati raccolti, si osserva che la comunicazione è, comunque, poco curata, soprattutto nel MTAX.

La descrizione del modello è quasi inesistente: generalmente le imprese si limitano a spiegare che è finalizzato a contenere il rischio di reati nelle aree più sensibili dell'organizzazione.

Le informazioni sull'organo di vigilanza sono, invece, più articolate e ne segnalano solitamente la composizione collegiale³⁷.

Le aziende sembrano ritenere utile dichiarare l'adozione di un codice etico, rivolto agli amministratori, ai dirigenti e al personale. I principi di correttezza, onestà, riservatezza, trasparenza, ecc., che i vertici si sforzano di diffondere in tutta l'organizzazione, possono infatti agevolare lo sviluppo di fiducia nei confronti dell'impresa e per questo sono ricordati da 9 tra le 14 imprese STAR del MTA che dichiarano di avere il codice etico. La sintesi del documento non è, viceversa, mai offerta dalle società STAR del MTAX.

Le informazioni sulle operazioni con parti correlate

La relazione di corporate governance dovrebbe informare gli stakeholder in merito all'adozione di comportamenti responsabili ed imparziali da parte degli organi di governo. In particolare, il documento dovrebbe illustrare le scelte della società nel caso di situazioni di potenziale conflitto di interesse.

In proposito, il codice Preda raccomanda la massima correttezza nello svolgimento delle operazioni per le quali specifici soggetti presentano un interesse, anche indiretto: può trattarsi di amministratori, sindaci, dirigenti della società, nonché dei loro coniugi e familiari entro il secondo grado e, in generale, dei soggetti che esercitano un'influenza rilevante sull'impresa o un'attività di controllo e coordinamento.

La delicatezza delle decisioni giustifica la competenza del consiglio di amministrazione nella deliberazione – eventualmente assistito dal comitato per il controllo interno o da consulenti indipendenti – come risulta da numerose relazioni di governance: 38 nel MTA e 19 nel MTAX (Tabella 5.19).

³⁷ L'effettiva composizione dell'organo di vigilanza può differire da impresa a impresa. In molti casi, tuttavia, l'organo di vigilanza è formato dal preposto al controllo interno (che sovente è anche il responsabile dell'internal auditing), da uno o più amministratori, da un sindaco e, in certi casi, da esperti esterni indipendenti. Alcune aziende fanno coincidere l'organo di vigilanza con il comitato per il controllo interno o con il preposto.

Tabella 5.19 – Le informazioni sulle operazioni con parti correlate

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Definizione di “parti correlate”	7	16%	5	22%
Individuazione o classificazione delle operazioni	21	47%	6	26%
Procedure e regole di comportamento da adottare	31	69%	17	74%
Indicazione del soggetto che ha il potere di deliberare	38	84%	19	83%

Soltanto il 16% e il 22% delle società analizzate nei due mercati individua con esattezza o offre una definizione compiuta di “parti correlate”, probabilmente perché generalmente nota agli interlocutori³⁸. È altresì carente la distinzione delle operazioni tra quelle soggette ad una specifica procedura autorizzativa e quelle per le quali è sufficiente una comunicazione successiva al consiglio di amministrazione, dato il carattere tipico ed usuale delle medesime.

È apprezzabile, invece, la diffusa trasparenza sulle procedure adottate dai vertici in presenza di un possibile conflitto di interessi: il soggetto coinvolto ne dà immediata comunicazione al consiglio di amministrazione³⁹, che delibera in assenza della persona interessata (salvo diverse disposizioni statutarie o prassi societarie meno restrittive). La procedura è precisata da ben 31 società STAR del MTA e da 17 del MTAX.

La comunicazione sul trattamento delle informazioni riservate e sull’internal dealing

La tutela degli stakeholder presuppone la realizzazione di una piena simmetria informativa tra tutti i portatori di interessi. In tal senso, è essenziale che le società quotate attivino una specifica procedura per:

- la gestione interna delle informazioni riservate, detenute da chi occupa una definita posizione nell’impresa;
- la diffusione al pubblico delle informazioni stesse, in particolare se la divulgazione può influenzare la quotazione dei titoli societari (informazioni *price sensitive*).

³⁸ Altre 10 aziende (6 nel MTA e 4 nel MTAX) rinviano, per la definizione, ai regolamenti della Consob, al codice Preda e allo IAS 24.

³⁹ Generalmente, il consiglio di amministrazione pretende chiarimenti su:

- a) gli interessi, anche solo potenziali, degli amministratori;
- b) la natura della correlazione (economica o personale);
- c) i termini e le condizioni economiche dell’operazione;
- d) i benefici e gli eventuali rischi per l’azienda.

La Tabella 5.20 mostra che un numero consistente di società (rispettivamente l'80% e il 91% nei due mercati) dichiara di adottare una apposita procedura⁴⁰ – o, in alternativa, una prassi aziendale consolidata – di cui, in svariati casi, è offerta una soddisfacente descrizione⁴¹. I risultati sono incoraggianti anche per quanto attiene agli organi e ai soggetti coinvolti nella procedura, che sono frequentemente indicati anche quando manca la descrizione dell'intero processo: si tratta in genere del presidente, dell'amministratore delegato, dell'investor relator e di uffici di supporto (ufficio Affari legali e ufficio preposto ai rapporti con la stampa economica).

Al contrario, non è sempre chiaro su chi ricada la responsabilità per l'intera procedura: poco più della metà delle imprese indagate ne forniscono la precisazione. La delicatezza dei contenuti comporta, solitamente, la supervisione del CdA e la responsabilità dell'amministratore delegato o del presidente, quest'ultimo in qualità di garante dell'efficacia e dell'imparzialità della procedura.

Si osservi, infine, che le imprese STAR del MTAX risultano sempre le più attente per quanto riguarda la comunicazione sul trattamento delle informazioni riservate.

Tabella 5.20 – La comunicazione sul trattamento delle informazioni riservate

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Adozione di apposita procedura	36	80%	21	91%
Descrizione della procedura	21	47%	13	57%
Funzioni ed organi coinvolti nella procedura	31	69%	17	74%
Responsabilità per trattamento e diffusione delle informazioni	25	56%	13	57%

Per una maggiore protezione degli interlocutori aziendali, a cominciare dagli azionisti, Borsa Italiana richiede l'adozione di un codice di comportamento rivolto alle persone che occupano posizioni di rilievo (codice di internal dealing), le quali possono disporre di informazioni riservate grazie al ruolo ricoperto nell'impresa o nel gruppo.

⁴⁰ In due casi, al contrario, è precisata la mancata adozione di una procedura, ma non le ragioni. La specificazione di queste ultime sarebbe utile per una corretta rappresentazione delle scelte dei vertici istituzionali.

⁴¹ La procedura si articola, generalmente, nelle seguenti fasi:

1. i comunicati stampa vengono approvati dal presidente o dall'amministratore delegato;
2. l'investor relator li trasmette a Borsa Italiana, a Consob e al mercato, pubblicandoli inoltre sul sito web aziendale.

La procedura può prevedere l'intervento di diversi soggetti e organi di supporto: ad esempio, l'ufficio Affari legali e societari, per verificare la conformità della forma e del contenuto dei comunicati agli obblighi informativi previsti da Borsa Italiana; l'ufficio Stampa, per l'invio dei comunicati alle agenzie di stampa; un'agenzia per la comunicazione esterna.

La relazione di governance dovrebbe presentare, pertanto, i lineamenti essenziali del codice.

L'indagine appura che tutte le aziende, ad eccezione di 2 quotate nel MTA, precisano all'interno della relazione di avere adottato un codice di internal dealing. Tuttavia, una vasta percentuale di imprese di entrambi i mercati non identifica con chiarezza le persone qui denominate rilevanti (amministratori, sindaci, dirigenti, direttori di funzione, consulenti aziendali).

Dalla lettura delle relazioni sulla corporate governance si fatica, inoltre, ad acquisire informazioni sulle operazioni per le quali le persone rilevanti devono fornire una comunicazione all'impresa e, tramite questa, al mercato. L'obbligo di comunicazione dipende dalla natura e dall'oggetto dell'operazione compiuta su strumenti finanziari della società o delle sue controllate, nonché dall'importo (che è bene specificare, nella relazione di governance, perlomeno quando la società ha previsto valori più stringenti rispetto a Borsa Italiana⁴²).

Come ulteriore garanzia per gli azionisti, il codice di internal dealing può fissare un *block period*, solitamente prima della divulgazione dei risultati periodici, durante il quale le persone rilevanti non possono effettuare operazioni sui titoli della società: in questo modo non si corre il rischio che possano beneficiare di informazioni non ancora note al mercato. Anche il *block period* dovrebbe essere indicato nella relazione di governance, ma tale informazione è tutt'altro che diffusa (13 e 4 casi per le imprese STAR rispettivamente del MTA e del MTAX).

Tabella 5.21 – La comunicazione sull'internal dealing

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Adozione del codice di comportamento	43	96%	23	100%
Identificazione delle persone rilevanti	29	64%	14	61%
Operazioni soggette a comunicazione obbligatoria	24	53%	10	43%
Indicazione dell'importo che fa scattare l'obbligo	26	58%	14	61%
Riferimenti al <i>block period</i>	13	29%	4	17%

⁴² Il Regolamento di Borsa pretende una comunicazione: trimestrale, per importi singoli o cumulati nel periodo a partire da 50.000 euro; immediata, per importi singoli o al raggiungimento cumulato di 250.000 euro.

La comunicazione sui rapporti con gli azionisti

I principali destinatari della relazione sulla corporate governance sono gli azionisti. A tale scopo, è opportuno che il documento fornisca le informazioni sulle modalità prescelte dai vertici al fine di favorire il dialogo tra l'impresa e gli stakeholder.

In proposito, è significativo segnalare nel documento l'esistenza della funzione dedicata all'investor relation, descrivendone le finalità e le forme di intervento, che possono comprendere: la gestione dei comunicati finanziari; gli incontri periodici con la comunità finanziaria; la gestione di un'area del sito web dedicata; il contatto diretto con gli azionisti, anche per via telematica. Molto utile potrebbe risultare anche la segnalazione dei contatti dell'investor relator e dell'indirizzo web della società.

Le società analizzate paiono però sottovalutare l'importanza di porre le basi, tramite la relazione di governance, per un rapporto più interattivo con gli investitori. In entrambi i mercati, le società danno rilievo all'esistenza dell'investor relator, precisata rispettivamente nel 96% e nel 91% delle relazioni (Tabella 5.22). Al riguardo si ricorda che la figura dell'investor relator era già obbligatoria – nel 2004 – per le imprese STAR del MTA e, con il Regolamento di Borsa unificato, deve essere istituita ormai anche nelle aziende STAR quotate nel MTAX, nel caso in cui queste non la prevedano ancora.

Probabilmente, l'obbligo di istituire l'investor relator influisce sull'atteggiamento adottato dalle imprese nella comunicazione relativa alla struttura competente. In effetti, le relazioni di governance redatte dalle società STAR del MTA sono tendenzialmente più ricche di informazioni rispetto a quelle dell'altro mercato. Oltre la metà delle relazioni contiene riferimenti:

- a) agli obiettivi della struttura (60% contro 52%);
- b) all'attività svolta (53% contro 35%);
- c) ai contatti dell'investor relator (62% contro 57%);
- d) alla segnalazione di un'area del sito web aziendale dove sono raccolte tutte le informazioni di carattere economico-finanziario, oltre ai documenti riconducibili alla corporate governance (58% contro 43%), anche in lingua inglese.

Le società STAR del MTAX, tuttavia, precisano con maggior frequenza (39% contro 24%) i rapporti esistenti tra la struttura di investor relation e gli altri organi azien-

dali⁴³. In particolare, l'investor relator supporta l'amministratore delegato nella divulgazione delle informazioni al mercato e collabora con lui in occasione degli incontri con la comunità finanziaria. La relazione di un'impresa del MTA sottolinea, invece, l'interazione tra l'investor relator e lo specialista⁴⁴, che è obbligatorio per le aziende STAR.

Tabella 5.22 – Le informazioni sulla struttura di investor relation

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Esistenza di una struttura per l'investor relation	43	96%	21	91%
Obiettivi della struttura	27	60%	12	52%
Relazioni con altri organi aziendali	11	24%	9	39%
Attività svolta	24	53%	8	35%
Contatti dell'investor relator	28	62%	13	57%
Segnalazione della specifica sezione nel sito web aziendale	26	58%	10	43%

Ancora in merito ai rapporti con gli azionisti, la relazione di governance dovrebbe presentare i tratti essenziali del funzionamento dell'assemblea e della struttura proprietaria (Tabella 5.23).

Tabella 5.23 – Le informazioni sull'assemblea e sulla struttura proprietaria

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Assemblea degli azionisti:				
• informazioni sull'adozione del regolamento	43	96%	22	96%
• indicazione dei soggetti che partecipano all'assemblea	18	40%	8	35%
• deleghe di voto e collegamenti audiovisivi	3	7%	1	4%
Struttura proprietaria:				
• informazioni sul capitale sociale	15	33%	5	22%
• indicazione dei principali azionisti	13	29%	6	26%
• informazioni sui patti parasociali	7	16%	6	26%

La ricerca mostra l'interesse delle imprese (96% in entrambi i mercati) a dare notizia dell'esistenza di un regolamento assembleare autonomo o incluso nello statuto,

⁴³ Un'azienda quotata nel MTA segnala di avere istituito anche la figura del responsabile per la comunicazione, senza precisare però quali siano i suoi compiti e come interagisca con l'investor relator.

⁴⁴ In base all'art. 2.3.6 del Regolamento di Borsa, ciascuna impresa appartenente al segmento STAR deve essere affiancata da uno specialista, ovvero un operatore di mercato che:

1. sostiene la quotazione del titolo della società, esponendo continuamente proposte di acquisto e di vendita;
2. cura (direttamente o indirettamente) almeno due analisi finanziarie sulla società, indicativamente in occasione della pubblicazione dei risultati semestrali ed annuali;
3. organizza almeno due incontri all'anno tra il management della società e gli investitori professionali, presenziando ai medesimi.

oppure a precisare i motivi per i quali non è stato adottato. Il regolamento assembleare è finalizzato ad agevolare l'ordinato svolgimento degli incontri; molte imprese, tuttavia, ritengono che la propria ristretta base azionaria sia essa stessa garanzia della possibilità di intervento per tutti i partecipanti e, per questo motivo, precisano di non ritenere necessaria l'adozione del regolamento⁴⁵.

Si riscontra tuttavia trascuratezza per quanto attiene all'indicazione dei soggetti chiamati a partecipare all'assemblea (amministratori e sindaci) e alle modalità tese a facilitare la partecipazione indiretta o a distanza dei soci, tramite delega, voto per corrispondenza e collegamenti audiovisivi.

Da ultimo, lo studio delle relazioni di corporate governance porta a richiedere una maggiore trasparenza, da parte di tutte le imprese, in merito alla struttura del capitale sociale (valore nominale, numero e tipologie di azioni), alla composizione dell'azionariato e all'esistenza di patti parasociali. Le informazioni contenute nelle relazioni sono, infatti, assai limitate e addirittura meno diffuse di quanto sia stato rilevato in precedenza attraverso l'analisi dei siti Internet.

L'informativa sul collegio sindacale

L'ultimo gruppo di informazioni contenuto nella relazione sulla corporate governance riguarda il collegio sindacale. Con riferimento a quest'ultimo, l'analisi dell'efficacia della comunicazione istituzionale si sofferma: sulle procedure di nomina; sulla composizione; sulle modalità di funzionamento e di interazione con altri organi di governance (Tabella 5.24).

La relazione di governance dovrebbe fornire un'adeguata informazione circa i criteri di trasparenza previsti per la nomina dei sindaci ed in particolare circa le modalità di preventivo deposito delle candidature, unitamente al curriculum vitae dei candidati e alla precisazione delle loro caratteristiche personali e professionali. Sotto questo profi-

⁴⁵ Più precisamente:

- tra le imprese STAR del MTA: 29 dichiarano di avere un regolamento separato dallo statuto, una di averlo incluso in quest'ultimo, 13 di non avvertirne la necessità; 2 aziende non offrono informazioni in merito;
- tra le imprese STAR del MTAX: 14 dichiarano di avere un regolamento separato dallo statuto, 3 di averlo incluso in quest'ultimo, 5 di non avvertirne la necessità; un'azienda non offre informazioni in merito.

lo, la risposta di quasi tutte le aziende analizzate è molto buona (93% e 91% nei due mercati)⁴⁶.

Tabella 5.24 – Le informazioni sul collegio sindacale

Variabili indagate	STAR – MTA		STAR – MTAX	
Procedura di nomina:				
• deposito delle attestazioni di idoneità e dei curricula	42	93%	21	91%
• voto di lista	43	96%	21	91%
Composizione:				
• numero di componenti	34	76%	19	83%
• nominativi	36	80%	18	78%
• scadenza del mandato	25	56%	18	78%
• sindaci eletti dalle minoranze	39	87%	21	91%
• altri incarichi in società quotate	24	53%	11	48%
Riunioni:				
• numero e/o frequenza delle riunioni	30	67%	14	61%
• tasso di partecipazione	29	64%	15	65%
Modalità di interazione con altri organi istituzionali:				
• partecipazione alle rispettive riunioni	31	69%	14	61%
• acquisizione di informazioni	12	27%	5	22%

Anche se i sindaci devono essere imparziali e non possono rappresentare gli azionisti che li hanno eletti – come efficacemente ricordato da svariate relazioni di governance – è importante che le imprese forniscano indicazioni sull’impiego del voto di lista, finalizzato alla nomina di almeno un sindaco da parte della minoranza⁴⁷. La relazione dovrebbe indicare, in proposito, la percentuale minima di capitale sociale necessaria e i termini per la presentazione di una lista, oltre a precisare quale sindaco o quali sindaci tra quelli in carica siano eventualmente stati nominati dalle minoranze, fornendone altresì la lista di provenienza. Da questo punto di vista le relazioni sono molto esaurienti (ad eccezione di 2 per mercato), poiché precisano le regole per la presentazione delle liste e, se del caso, specificano che in occasione dell’ultima procedura di nomina è stato impossibile eleggere i sindaci di minoranza per mancanza di liste o per mancato raggiungimento del quorum. Le informazioni in oggetto sono indicate dall’87% delle imprese STAR del MTA e dal 91% di quelle appartenenti al medesimo segmento nel MTAX.

⁴⁶ Si precisa che l’analisi tiene conto anche della società che ha adottato il modello monistico, recepito nello statuto in vigore dal 20 dicembre 2004. Fino a tale data, le funzioni di controllo sono state svolte dal collegio sindacale.

⁴⁷ Si ricorda che l’art. 148 del D.lgs. 58/98 prevede che almeno un sindaco effettivo sia nominato dalla minoranza (almeno due, se il collegio è formato da più di tre membri).

Inoltre, le relazioni trasmettono informazioni abbastanza complete, ma ancora migliorabili, sulla composizione del collegio sindacale, precisandone la dimensione prevista dallo statuto (76% e 83% nei due segmenti di mercato), oltre alla data di scadenza del mandato (56% e 78%). Sono altresì forniti i nominativi dei sindaci (80% e 78%) e le ulteriori cariche, di amministratore o sindaco, che gli stessi ricoprono in altre società quotate (53% e 48%); in merito a quest'ultima informazione, tuttavia, pare opportuna una maggiore trasparenza.

Per quanto riguarda lo svolgimento dell'attività del collegio, la presenza di informazioni nelle relazioni analizzate è discreta, sia sul numero di riunioni che hanno avuto luogo nell'esercizio, sia sulla partecipazione di ciascun sindaco⁴⁸.

Infine, un numero significativo di relazioni sottolinea che il presidente del collegio sindacale, un sindaco da lui delegato o l'intero organo partecipano alle riunioni del consiglio di amministrazione o del comitato per il controllo interno. Tale informazione – precisata da 31 società STAR del MTA e da 14 del MTAX – lascia trasparire la realizzazione di un efficace scambio di informazioni tra gli stessi e, dunque, la diffusione di atteggiamenti trasparenti nei vertici aziendali. Altre aziende (12 e 5 per mercato) confermano, invece, che il collegio sindacale riceve con regolarità dagli altri organi tutte le comunicazioni che gli sono dovute.

Si può affermare, dunque, che la comunicazione sul collegio sindacale realizzata attraverso le relazioni di governance sia più che soddisfacente.

5.4. Considerazioni conclusive

La crescente affermazione del ruolo critico della corporate governance per l'ottimizzazione delle performance nell'interesse degli stakeholder aziendali, sottolinea l'importanza insita nell'attivazione di corrette e trasparenti comunicazioni istituzionali.

L'efficacia della comunicazione di governance dipende, in particolare, dall'attitudine delle imprese a selezionare idonei strumenti per la diffusione delle informazioni e

⁴⁸ In proposito, si ritiene opportuno precisare che le informazioni in oggetto sono solitamente inserite nella tabella di sintesi dedicata al collegio sindacale. In mancanza della tabella, è assai raro acquisire tali informazioni.

dalla predisposizione di messaggi completi e chiari, coerenti con i fabbisogni conoscitivi del mercato. A fronte dei richiami sempre più insistenti alla trasparenza, alcune imprese si stanno oggi impegnando in rilevanti iniziative per far conoscere i principi che ispirano il loro modo di operare, nonché le regole che caratterizzano il funzionamento degli organi istituzionali e che sono tese a garantire il pieno rispetto delle attese convergenti in azienda⁴⁹.

I risultati emersi dalla ricerca empirica portano, però, ad affermare che si tratti di situazioni ancora piuttosto rare, che risaltano proprio a fronte della limitata attenzione che la maggior parte delle imprese, anche quotate, riserva alla comunicazione sulla corporate governance.

L'utilizzo del sito web aziendale come strumento per la veicolazione delle informazioni e per lo sviluppo di rapporti più interattivi con gli stakeholder risulta oggi deludente. L'analisi condotta sulle società appartenenti al segmento STAR dei mercati MTA e MTAX mostra infatti pesanti difficoltà, da parte delle aziende, a sfruttare le potenzialità di Internet.

Il sito web dovrebbe essere strutturato in modo tale da invogliare l'utente a consultare le informazioni sulla corporate governance, dando rilevanza a queste ultime già dalla home page; inoltre, dovrebbe garantire l'interlocutore in merito alla veridicità ed all'aggiornamento dei contenuti. Purtroppo, l'indagine segnala una diffusa trascuratezza in relazione a questi elementi, oltre a mostrare una scarsa attenzione delle imprese per le informazioni che permettono agli stakeholder di valutare l'efficacia del modello di governo e di controllo. La situazione appare ancora più insoddisfacente, se si tiene conto che la ricerca è condotta su un gruppo di aziende che, per caratteri e modalità operative, dovrebbe rappresentare un esempio di comunicazione evoluta.

In effetti, i siti Internet analizzati sono ricchi di informazioni sulla struttura degli organi istituzionali – in particolare, del consiglio di amministrazione – ma non offrono indicazioni soddisfacenti sui processi di governo. In certi casi, nel sito web non sono verificabili nemmeno i requisiti di governance propri delle imprese appartenenti al

⁴⁹ Si richiama, in proposito, una recente iniziativa di Telecom Italia (novembre 2005). L'impresa ha raccolto i propri documenti sulla corporate governance in una organica pubblicazione, per inviarla poi ad un selezionato e competente gruppo di interlocutori. La speranza è, probabilmente, che questi ultimi possano operare come opinion leader nell'ambiente economico e sociale, contribuendo a qualificare l'immagine dell'impresa e favorendo così lo sviluppo di fiducia e consenso nei confronti dell'azienda.

segmento STAR, come la presenza di amministratori indipendenti, di un comitato per il controllo interno o di remunerazioni legate alle performance aziendali o individuali.

Mentre è apprezzabile la frequente disponibilità di documenti scaricabili, sebbene esistano ancora margini di miglioramento (in particolare, per la relazione di governance, anche in termini di costituzione di un archivio storico della stessa), non si può ignorare la scarsa presenza di informazioni sul sistema di controllo interno e di prevenzione, gestione e monitoraggio dei rischi. Ciò fa pensare ad una forte riservatezza dei vertici aziendali sui fattori che essi considerano cruciali per la realizzazione delle strategie ed il raggiungimento degli obiettivi.

Infine, è necessario rilevare che le società analizzate, pur presentandosi come fortemente orientate alla trasparenza e alla competizione in contesti internazionali, presentano ancora significative difficoltà ad utilizzare il sito web come supporto per lo sviluppo di relazioni con gli stakeholder esteri. Di fatto, la mancanza di informazioni in lingua inglese sulla corporate governance dimostra che molte imprese non hanno ancora compreso fino in fondo l'importanza che i mercati finanziari – sempre più globalizzati – attribuiscono oggi alla corretta comunicazione sulle regole, sulle strutture e sui processi di governo e di controllo, quali condizioni per il perseguimento dei risultati secondo correttezza, economicità ed equità.

Nell'ambito descritto, un ruolo di primario rilievo è indubbiamente attribuibile alla relazione sulla corporate governance.

L'indagine empirica sviluppata è sintomatica degli sforzi di adattamento alle indicazioni del codice di autodisciplina, ma sottolinea comportamenti ancora lontani dall'affermazione di diffuse logiche di trasparenza.

In particolare, le imprese paiono evidenziare una scarsa propensione all'ampliamento qualitativo dei messaggi, tendendo a riproporre informazioni già inserite nel fascicolo di bilancio. In effetti, anche le relazioni di governance – come i siti web – sembrano privilegiare le informazioni sulla dimensione strutturale della governance; al contrario, si hanno ancora notevoli carenze in termini di dimensione processuale.

A fronte di una buona comunicazione sulla composizione e sui poteri degli organi, mancano frequentemente le informazioni sulle modalità di funzionamento degli stessi e sulle attività effettivamente realizzate nel periodo preso a riferimento. Inoltre, non è

raro individuare situazioni devianti rispetto alla best practice e alle indicazioni del codice di autodisciplina, senza però che l'azienda fornisca valide motivazioni in merito.

La qualità delle informazioni contenute nelle relazioni di governance sembra migliorare sulle materie per le quali esistono già precisi obblighi di comportamento e di comunicazione connessi alla quotazione in Borsa. In questo senso, la ricerca rileva riscontri positivi per quanto attiene alle procedure per la diffusione delle informazioni riservate e *price sensitive* e alla comunicazione delle operazioni compiute da persone rilevanti, in presenza di un regolamento sull'internal dealing. La medesima considerazione vale per l'informativa sui rapporti con gli azionisti e gli investitori istituzionali: le imprese STAR del MTA, da tempo soggette all'obbligo di costituire una struttura di investor relation, risultano più efficaci nella presentazione delle relative finalità e modalità d'intervento.

Infine, la comunicazione sul sistema di controllo interno è scarsamente sviluppata anche nelle relazioni sulla corporate governance, dove raramente trova spazio un approccio esplicativo delle finalità dei processi e delle interazioni tra i numerosi organi di controllo.

Nel complesso, dunque, la comunicazione sulla corporate governance sembra non avere ancora raggiunto livelli di trasparenza ed efficacia tali da costituire un valido supporto per lo sviluppo duraturo di relazioni fiduciarie con gli stakeholder. Tuttavia, gli evidenti progressi realizzati rispetto al passato e, soprattutto, il ruolo trainante che stanno assumendo alcune grandi imprese con iniziative tese a raccogliere consensi sulla propria corporate governance, costituiscono segnali positivi per il futuro. Nel quadro descritto, possono senza dubbio trovare diffusione anche nuove soluzioni informative, proposte dagli organismi di gestione dei mercati, dalle autorità di vigilanza, dalle associazioni professionali e, non ultimo, dal mondo accademico.

APPENDICE

Le imprese oggetto dell'indagine, articolate per mercato

Imprese STAR del MTA		
1	Actelios	www.actelios.it
2	Aedes	www.aedes-immobiliare.com
3	Amga	www.amgaspa.it
4	Astaldi	www.astaldi.com
5	Banca Finnat Euramerica	www.finnat.it
6	Banca Ifis	www.ifis.it
7	Banca Popolare Etruria e Lazio	www.bancaetruria.it
8	Banca Popolare Intra	www.bpintra.it
9	Biesse	www.biesse.it
10	Brembo	www.brembo.com
11	Cembre	www.cembre.com
12	Cementir	www.cementir.it
13	Centrale del Latte di Torino	www.centralelatte.torino.it
14	Cremonini	www.cremonini.it
15	Digital Multimedia Technologies	www.dmtonline.com
16	Ducati Motor Holding	www.ducati.com
17	Emak	www.emak.it
18	Erg	www.erg.it
19	Fiera Milano	www.fieramilano.com
20	Gefran	www.gefran.com
21	Granitifiandre	www.granitifiandre.it
22	Immobiliare Grande Distribuzione	www.gruppoigd.it
23	Ima	www.ima.it
24	Interpump Group	www.interpumpgroup.it
25	Irce	www.irce.it
26	Isagro	www.isagro.it
27	Jolly Hotels	www.jollyhotels.it
28	Juventus Football Club	www.juventus.com
29	La Doria	www.ladoria.it
30	Mariella Burani	www.mariellaburani.it
31	Marr	www.marr.it
32	Mirato	www.mirato.it
33	Navigazione Montanari	www.navmont.com
34	Negri Bossi	www.negribossi.it
35	Panariagroup Industrie Ceramiche	www.panariagroup.it
36	Recordati	www.recordati.it
37	Reno de Medici	www.renodemedici.it
38	Sabaf	www.sabaf.it
39	Saes Getters	www.saesgetters.com
40	Socotherm	www.socotherm.it

41	Sogefi	www.sogefi.it
42	Stefanel	www.stefanel.it
43	Targetti Sankey	www.targetti.com
44	Trevisan Cometal	www.trevisan.com
45	Vittoria Assicurazioni	www.vittoriassicurazioni.com
Imprese STAR del MTAX		
1	Acotel Group	www.acotel.com
2	Bb Biotech	www.bbbiotech.com
3	Buongiorno Vitaminic	www.buongiorno.com
4	Cad It	www.cadit.it
5	Cairo Communication	www.cairocommunication.it
6	Cdb Web Tech	www.cdbwebtech.com
7	Cdc Point	www.cdcpoint.it
8	Dada	www.dada.it
9	Datalogic	www.datalogic.it
10	Datamat	www.datamat.it
11	Digital Bros	www.digital-bros.net
12	Dmail Group	www.dmailgroup.it
13	El.En.	www.elengroup.com
14	Engineering	www.eng.it
15	Esprinet	www.esprinet.com
16	Fidia	www.fidia.it
17	I.Net	www.inet.it
18	It Way	www.itway.com
19	Mondo TV	www.mondotv.it
20	Poligrafica San Faustino	www.psf.it
21	Prima Industrie	www.primaindustrie.com
22	Reply	www.reply.it
23	Tas	www.tasitalia.com
24	Txt E-Solution	www.txt.it

BIBLIOGRAFIA

- ABI, ANIA, Assonime e Confindustria (2004), *Iniziative coordinate per il miglioramento della fiducia*, marzo.
- Aiaf (2000), *Decalogo per la diffusione dell'informazione finanziaria on-line*, giugno.
- Airoldi G. e Forestieri G. (a cura di) (1998), *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano.
- Airoldi G., Brunetti G. e Coda V. (1989), *Lezioni di economia aziendale*, il Mulino, Bologna.
- Airoldi G., Brunetti G. e Coda V. (1994), *Economia aziendale*, il Mulino, Bologna.
- Allegrini M. (2003), *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria. Principi e contenuti*, Giuffrè, Milano.
- Allegrini M. (2005), *Struttura e funzionamento dell'internal auditing nelle società quotate: un'indagine empirica*, Pisa, 17 febbraio.
- Allegrini M. e Bandettini E. (2004), *Internet reporting on corporate governance and strategies: information disclosed and determinants*, 27th European Accounting Association Congress, Prague, 1-3 April.
- Alvino F. (2001), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, Giappichelli, Torino.
- Amigoni F. (1988), *Misurazioni d'azienda. Programmazione e controllo*, vol. I e II, Giuffrè, Milano.
- Andrei P. (2000), "Governo e controllo nello sviluppo delle imprese", in Galassi G. (a cura di), *Lo sviluppo delle imprese tra opportunità e vincoli*, Giuffrè, Milano.
- Andrei P. (2000), "La struttura e il contenuto del bilancio di esercizio", in Andrei P., Azzali S., Fellegara A. M., Orlandoni E., *Il bilancio di esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Andrei P. e Fellegara A. M. (a cura di) (2004), *Contabilità generale e bilancio d'impresa*, Giappichelli, Torino.
- Andrews K. (1981), "Corporate Strategy as a Vital Function of the Board", *Harvard Business Review*, November-December.
- Anthony R. N. (1965), *Planning and Control Systems*, Harvard College, Boston.
- Anthony R. N. (1990), *Il controllo manageriale*, FrancoAngeli, Milano.
- Antoldi F. (2004), "La corporate governance nelle aziende non profit", in D. M. Salvioni (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Association Française de la Gestion Financière (2004), *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*.

- Association Française des Entreprises Privées, Conseil National du Patronat Français (1995), *Le conseil d'administration des sociétés cotées, Rapport Vienot I*.
- Association Française des Entreprises Privées, Mouvement des Entreprises de France (1999), *Rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise, Rapport Vienot II*.
- Assonime (2003-2005), *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate, Note e studi*, n. 45, 57, 63, 68.
- Assonime ed Emittenti Titoli SpA (2004), *Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate Governance*, febbraio.
- Avallone F. e Veneziani M. (2003), *Models of financial disclosures on the Internet: a survey of Italian companies*, paper n. 24 del Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi di Brescia, gennaio.
- Avi M. S. (1990), *Il bilancio come strumento di informazione verso l'esterno*, Cedam, Padova.
- Banca d'Italia (1999), *Istruzioni di Vigilanza per le banche*, circolare della Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile.
- Banca d'Italia (2002), "La congiuntura e le politiche economiche", in *Bollettino Economico*, n. 38, marzo.
- Bandettini A. (1981), "Responsabilità sociali dell'azienda e bilancio d'esercizio", in *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano.
- Bandettini E. e Allegrini M. (2004), "La Corporate Governance nelle società quotate: Italia e estero", in Teodori C. (a cura di), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*, FrancoAngeli, Milano.
- Baraldi M., Paletta A. e Zanigni M. (2004), *Corporate governance e sistema di controllo interno*, FrancoAngeli, Milano.
- Baraldi S., Devecchi C. e Teodori C. (2003), *I sistemi di pianificazione e controllo*, Giappichelli, Torino.
- Barbiera L. (2000), *La corporate governance in Europa. Amministrazione e controlli nelle società per azioni in Italia, Francia, Germania e Regno Unito*, Giuffrè, Milano.
- Barca F. (1993), "Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole", *Banca d'Italia*, Temi di discussione, n. 194.
- Barca F. (1994), *Imprese in cerca di padrone: proprietà e controllo nel capitalismo italiano*, Laterza, Bari.
- Bar-Gill O. e Bebchuk L. A. (2003), *Misreporting Corporate Performance*, Olin Center for Law, Economics and Business, Harvard.
- Bastia P. (1999), *Sistemi di controllo della gestione aziendale*, Clueb, Bologna.

- Bastia P. (2004), *Il sistema di controllo interno nella governance delle imprese italiane*, in Salvioni D. M. (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Bava F. (2003), *L'audit del sistema di controllo interno*, Giuffrè, Milano.
- Belcredi M. (1993), *Economia dell'informazione societaria*, Utet, Torino.
- Beretta S. (2003), *La comunicazione volontaria: opportunità e limiti*, relazione presentata al convegno *La comunicazione economica con gli stakeholder: tra l'obbligatorio e il volontario*, Bressanone, 20-30 settembre.
- Beretta S. (2004), *Valutazione dei rischi e controllo interno*, Egea, Milano.
- Bergamin Barbato M. (1991), *Programmazione e controllo in ottica strategica*, Utet, Torino.
- Bergamin Barbato M. e Mio C. (2004), "Corporate Social Responsibility: verso un modello di governo dell'impresa", in Salvioni D. M. (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Berle A. e Means G. (1932), *The modern corporation and private property*, NY World Inc., New York.
- Bertinetti G. (1996), *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano.
- Bertini U. (1968), *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Colombo Corsi, Pisa.
- Bertini U. (1990), *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino.
- Bertolini S., Castaldi R. e Lago U. (1996), *I codici etici nella gestione aziendale*, Ed. Il Sole 24 Ore, Milano.
- Bianchi L. (1996), "Considerazioni introduttive", *Rivista delle Società*, n. 41.
- Blair M. M. (1995), *Ownership and Control*, The Brookings Institution, Washington.
- Bonelli F. (2003), in Taverna A. (a cura di), *La riforma del diritto societario: prime verifiche*, Atti del Corporate Governance Forum di Torino, 14 aprile.
- Borsa Italiana SpA (2003), *Linee guida per la relazione annuale in materia di corporate governance*, febbraio.
- Bosetti L. e Felappi D. (2005), *Corporate governance e comunicazione agli stakeholder*, paper presentato al convegno Aidea Giovani "Aspetti evolutivi della comunicazione d'impresa: teoria e strumenti innovativi", Università degli Studi di Lecce, 24-25 novembre.
- Branciarri S. (a cura di) (2003), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, FrancoAngeli, Milano.
- Bresciani S. (2003), *La corporate governance nel sistema impresa: prospettive di analisi e relazionali. L'esperienza americana*, Giappichelli, Torino.
- Brondoni S. M. (1993), "Etica e comunicazioni interne d'azienda", *Scritti in onore di Carlo Masini*, tomo primo, *Istituzioni di economia d'azienda*, Egea, Milano.

- Brondoni S. M. (2001), “Patrimonio di marca e gestione d’impresa”, *Symphony. Emerging Issues in Management*, n. 1.
- Brunetti G. (1979), *Il controllo di gestione in condizioni ambientali perturbate*, FrancoAngeli, Milano.
- Brunetti G. (1983), *Il controllo di gestione in condizioni ambientali perturbate*, terza edizione, FrancoAngeli, Milano.
- Brunetti G. (2004), “Il controllo direzionale all’alba del terzo millennio”, in Paolini A. (a cura di), *Il controllo di gestione nelle imprese. Recenti considerazioni e quattro esperienze a confronto*, Giuffrè, Milano.
- Bruni G. (1973), *La revisione aziendale. Principi – metodi – procedure*, Isedi, Milano.
- Brusa L. (1986), *Strutture organizzative d’impresa*, Giuffrè, Milano.
- Brusa L. e Zamprognà L. (1991), *Pianificazione e controllo di gestione*, Etas Libri, Milano.
- Bubbio A. (2003), “Prefazione” a Borsa Italiana SpA, *Guida al sistema di controllo di gestione*, aprile.
- Business Roundtable (1997), *Principles of Corporate Governance*, September.
- Business Roundtable (2003), *Executive Compensation: Principles and Commentary*, November.
- Business Roundtable (2004), *The Nominating Process and Corporate Governance Committees: Principles and Commentary*, April.
- Cacchi Pessani S. (2003), “Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d’America dopo il caso Enron”, *Giurisprudenza commerciale*, n. 30.
- CalPERS (2005), *Corporate Governance Core Principles & Guidelines*, April.
- Cammarata S. (2002), *Interventi del Sarbanes-Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate statunitensi*, Centro di ricerca per il diritto d’impresa, Luiss Guido Carli, Roma.
- Canziani A. (1996), “I codici aziendali di comportamento”, in AA.VV., *Ripartire dall’azienda. Atti del convegno dedicato al Prof. Carlo Masini*, Egea, Milano.
- Carlson S., Loftus J. A. e Miller M. C. (2000), *The Challenge of Risk Reporting: Regulatory and Corporate Responses*, working paper presentato all’*Annual Congress of the European Accounting Association*, Monaco, 29-31 marzo.
- Cattaneo C. (2004), “L’informativa per i mercati finanziari in una prospettiva internazionale”, in Demartini P. (a cura di), *Informazione, imprese e mercati finanziari efficienti. Spunti di riflessione in una prospettiva multidisciplinare*, FrancoAngeli, Milano.
- Cavaliere E. (1993), “Rischio dell’impresa e comportamento strategico”, in *Scritti in onore di Carlo Masini*, tomo secondo, *Strategia ed organizzazione delle aziende*, Egea, Milano.

- Cavalieri E. (2002), “Considerazioni sulla legge delega per la riforma societaria. Modelli di governance e forme di controllo”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, volume 102, fascicolo 3-4, marzo-aprile.
- Cavalieri E. (2003), “Obiettivi di bilancio e disciplina delle false comunicazioni sociali: considerazioni critiche”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, volume 103, fascicolo 1-2, gennaio-febbraio.
- Cerbioni F. e Parbonetti A. (2005), “Corporate governance e comunicazione volontaria. Interrelazioni e spunti di riflessione alla luce di un’analisi empirica”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, luglio-agosto.
- Cerved (2005), *Diritto societario: poco interesse dal mondo delle imprese?*, Cerved Business Information, giugno.
- Charkham J. (1994), *Keeping good company*, Oxford University Press, Oxford.
- Ciappei C. (2002), *Corporate government. Gli assetti istituzionali di governo delle imprese*, Firenze University Press, Firenze.
- CICR (1996), *Organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni*, agosto.
- COB (2002), *Le Document de référence. Guide d’information*, Août.
- Coda V. (1967), *Proprietà, lavoro e governo d’impresa*, Giuffrè, Milano.
- Coda V. (1985), “Valori imprenditoriali e successo dell’impresa”, *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 2.
- Coda V. (1989), “La comunicazione economica nella strategia aziendale”, in Cesad, Centro Studi di Amministrazione e Direzione Aziendale dell’Università Bocconi, *La comunicazione economica: valore aziendale o sociale*, Egea, Milano.
- Coda V. (1989), *L’orientamento strategico dell’impresa*, Utet, Torino.
- Coda V. (1990), “Strategie d’impresa e comunicazione: il legame mancante”, *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1.
- Coda V. (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell’impresa*, Giappichelli, Torino.
- Coda V. (1997), “Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto”, *Scritti di economia aziendale in memoria di Raffaele D’Oriano*, tomo primo, Cedam, Padova.
- Coda V. (1998), “Responsabilità degli amministratori e direttori, sistema di controllo interno e internal auditing”, in Molteni M. (a cura di), *Verso una nuova concezione di internal auditing*, Egea, Milano.
- Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate (2002), *Codice di autodisciplina delle società quotate*, luglio.
- Commissione Europea (2004), *Raccomandazione del 14 dicembre relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate*, n. 2004/913/CE.
- Comoli M. (2002), *I sistemi di controllo interno nella corporate governance*, Egea, Milano.

- Confederation of British Industry (1995), *Greenbury Recommendations*, July.
- Confederation of British Industry (1998), *Hampel Report*, January.
- Confindustria (2004), *Linee guida per la costruzione dei modelli di organizzazione, gestione e controllo ex D.lgs. 231/2001*.
- Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti (2000), *Principi di comportamento del collegio sindacale*.
- Consob (1997), *Raccomandazioni in materia di controlli societari*, febbraio.
- Consob (2001), Comunicazione n. 1000796, *Utilizzo di siti Internet per la diffusione di informazioni da parte di società emittenti strumenti finanziari quotati*.
- Consob (2003), Comunicazione n. 3019271, *Informazione al pubblico su fatti rilevanti*.
- Corbella S. (2004), *I piani di stock grant e stock option destinati al personale. Profili di misurazione del reddito di esercizio*, FrancoAngeli, Milano.
- Coronella S. (1997), “Riserve e annacquamenti patrimoniali occulti”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, volume 97, fascicolo 1-2, gennaio-febbraio.
- Corporate Governance Center (2002), *21th Century Governance and Financial Reporting Principles for U.S. Public Companies*, Kennesaw State University.
- Corporate Governance Forum of Japan (1997), *Corporate Governance Principles. A Japanese View*, October.
- Corsi K. (2004), “Il controllo dei bilanci e il ruolo delle società di revisione”, in Demartini P. (a cura di), *Informazione, imprese e mercati finanziari efficienti. Spunti di riflessione in una prospettiva multidisciplinare*, FrancoAngeli, Milano.
- CoSO, *Committee of Sponsoring Organizations* (1992), *Internal control – Integrated Framework. Executive Summary*.
- Council of Institutional Investors (2005), *The Council of Institutional Investors Corporate Governance Policies*, April.
- Cromme Regierungskommission (2002), *Deutscher Corporate Governance Kodex*, Februar.
- D’Amico A. (1996), *La funzione armonizzatrice degli interessi convergenti nell’impresa*, Giappichelli, Torino.
- Devecchi C., Antoldi F. e Cifalinò A. (2002), *La quotazione delle imprese, cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*, McGraw-Hill, Milano.
- Di Donato F. (2005), “I diversi modelli di corporate governance. Un’analisi comparata”, in Fiori G. e Tiscini R., *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell’informazione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Di Noia C. (2005), *Il ruolo e l’evoluzione dei codici di autoregolamentazione: il caso italiano*, relazione presentata al convegno *La corporate governance tra mutamenti*

- normativi ed evoluzione dei modelli aziendali*, Luiss Guido Carli, Roma, 10 maggio.
- Di Stefano G. (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano.
- Di Toro P. (2000), *Governance Etica e Controllo*, Cedam, Padova.
- Draghi M. (1998), “Corporate Governance e competitività”, *Economia & Management*, n. 6.
- Easterbrook F. H. e Fischel D. R. (1991), *The Economic Structure in Corporate Law*, Harvard University Press.
- Ebbers G. (2001), *Risk Reporting*, working paper presentato all’*International Workshop on Accounting and Regulation*, Siena, 27-29 settembre.
- Enriques L. (2003), “Codici di Corporate Governance, diritto societario e assetti proprietari: alcune considerazioni preliminari”, *Banca impresa e società*, n. 22.
- Favotto F. (2002), in Zei R. e Taverna A. (a cura di), *La corporate governance tra interessi e valori*, Atti del Corporate Governance Forum di Roma, 5 luglio.
- Ferraris Franceschi R. (2000), “La struttura e le funzioni di governo economico”, in Cavalieri E. e Ferraris Franceschi R., *Economia aziendale*, volume primo, *Attività aziendale e processi produttivi*, Giappichelli, Torino.
- Ferrero G. (1966), *La valutazione economica del capitale d’impresa*, Giuffrè, Milano.
- Ferrero G. (1980), *Economia e management*, Giuffrè, Milano.
- Financial Reporting Council (2003), *The Combined Code on Corporate Governance*, July.
- Fiori G. (2003), *Corporate governance e qualità dell’informazione esterna d’impresa*, Giuffrè, Milano.
- Fiori G. e Tiscini R. (2005), *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell’informazione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Forestieri G. (1998), “La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura”, in Airoldi G. e Forestieri G. (a cura di), *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano.
- Forestieri M. (2000), *Risk management. Strumenti e politiche per la gestione dei rischi puri dell’impresa*, Egea, Milano.
- Fortuna F. (2001), *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano.
- Forum ref. sull’informativa societaria (2002), *Guida per l’informazione al mercato*, giugno.
- Freeman R. E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Marshfield Mass.

- Galassi G. (2000), "Corporate Governance and welfare economics", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, volume 100, fascicolo 7-8.
- Gandini G. (2000), *Obiettivi e misure prospettive nel sistema di controllo della gestione*, Giappichelli, Torino.
- Gandini G. (2004), *Internal auditing e gestione dei rischi nel governo aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- GBS, Gruppo di Studio per il Bilancio Sociale (2001), *Principi di redazione del bilancio sociale*.
- Giannessi E. (1969), "Considerazioni critiche intorno al concetto di azienda", *Scritti in onore di Giordano Dell'Amore. Saggi di discipline economiche e sociali*, Giuffrè, Milano.
- Giannessi E. (1980), *I precursori in economia aziendale*, Giuffrè, Milano.
- Giusepponi K. (a cura di) (2003), *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*, FrancoAngeli, Milano.
- Golzio L. (1990), "La retribuzione variabile legata ai risultati aziendali: elementi di progettazione organizzativa", *Politiche del lavoro*, n. 14.
- Guatri L. (1991), *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano.
- Guatri L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano.
- Hirschman A. (1970), *Exit, voice and loyalty: responses to decline in firms, organizations and states*, Harvard University Press, Cambridge MA.
- Icaew (1997), *Financial Reporting of Risk. Proposals for a Statement of Business Risk*.
- Icaew (2002), *No Surprises. Working for better risk reporting. A position paper*.
- Icaew (1999), *Internal Control. Guidance for Directors on the Combined Code*, September.
- Institute of Internal Auditors (2002), *Recommendations for Improving Corporate Governance. A position paper presented by The Institute of Internal Auditor to the U.S. Congress*, 8 April.
- Isvap (2005), *Disposizioni in materia di sistema dei controlli interni e gestione dei rischi*, circolare n. 577-D del 30 dicembre.
- Keasey K., Thompson S. e Wright M. (2001), "Introduction", *Corporate Governance. Economic, Management, and Financial Issues*, Oxford University Press, New York.
- Keidanren (Japan Federation of Economic Organizations) (1997), *Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance*, September.

- Kendall N. e Kendall A. (1998), *Real-world corporate governance*, Pitman, Londra.
- KonTraG (1998), *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*.
- Lacchini M. (2002), *Corporate governance e bilanci d'impresa nella prospettiva della riforma*, Giappichelli, Torino.
- Lazzari V. (2001), "Corporate governance: fondamenti, aspetti controversi e prospettive future", *Economia e Management*, n. 3, maggio-giugno.
- Mancini D., Quagli A. e Marchi L. (a cura di) (2003), *Gli intangibles e la comunicazione d'impresa*, FrancoAngeli, Milano.
- Marchi L. (1994), *Principi di revisione aziendale*, Clueb, Bologna
- Marchi L. (2003), *I sistemi informativi aziendali*, Giuffrè, Milano.
- Marchi L. (2004), *Revisione aziendale e sistemi di controllo interno*, Giuffrè, Milano.
- Marchi L. (a cura di) (2005), *Principi di revisione contabile*, Giuffrè, Milano.
- Marchi L., Paolini A. e Quagli A. (2003), *Strumenti di analisi gestionale: il profilo strategico*, Giappichelli, Torino.
- Marini Ph. (1996) *La modernisation du droit des sociétés. Rapport au premier ministre, Rapport Marini*.
- Masini C. (1960), *L'organizzazione del lavoro nell'impresa*, volume primo, Giuffrè, Milano.
- Masini C. (1961), *L'ipotesi nella dottrina e nelle determinazioni dell'economia di azienda*, Giuffrè, Milano.
- Masini C. (1970), *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino.
- Mazzola P. (2005), *Corporate Reputation on Financial Markets: Exploring Financial Analysts' Perceptions and Evaluations*, paper presentato all'EURAM presso la TUM Business School, 4-7 maggio.
- Melis A. (1999), *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, Torino.
- Milgrom P. e Roberts J. (1994), "Moral hazard e incentivi", in Milgrom P. e Roberts J., *Economia, organizzazione e management*, il Mulino, Bologna.
- Mio C. (2005), *Corporate social responsibility e sistema di controllo: verso l'integrazione*, FrancoAngeli, Milano.
- Miolo Vitali P. (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali*, Giappichelli, Torino.
- Montalenti P. (2003), in Taverna A. (a cura di), *La riforma del diritto societario: prime verifiche*, Atti del Corporate Governance Forum di Torino, 14 aprile.
- Moro Visconti R. (2000), "Baricentro e convergenza dei sistemi di governance, grado di concentrazione proprietaria e creazione di valore", in Tarallo P. (a cura di), *Corporate governance. Principi di gestione nell'ottica del valore*, FrancoAngeli, Milano.

- Mouvement des Entreprises de France, Association Française des Entreprises Privées et Association des Grandes Entreprises Françaises (2002), *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées, Rapport Bouton*.
- National Association of Corporate Directors (2004), *Framework and tools for improving board-shareowner communications*.
- Nedcommunity (2005), *Guida al sistema dei controlli*, novembre.
- Nedcommunity (2005), *L'amministratore indipendente. Principi guida*, maggio.
- Onida P. (1962), *Economia d'azienda*, Utet, Torino.
- Paolini A. (2003), "L'utilizzo delle informazioni contenute nel bilancio d'esercizio per l'affidamento della clientela", in Paolini A. (a cura di), *Banche e comunicazione economico-finanziaria delle imprese. I risultati di una ricerca empirica*, Giappichelli, Torino.
- Paolini A. (a cura di) (2003), *Banche e comunicazione economico-finanziaria delle imprese. I risultati di una ricerca empirica*, Giappichelli, Torino.
- Paolini A. (a cura di) (2004), *Il controllo di gestione nelle imprese. Recenti considerazioni e quattro esperienze a confronto*, Giuffrè, Milano.
- Perfumo S., Quagli A. e Teodori C. (2002), "Comunicazione finanziaria e tecnologie Internet", *Irtop*, n. 1-2.
- Pernazza F. (2001), *Il conseil de surveillance della société anonyme nell'esperienza francese*, intervento alla Tavola Rotonda sul tema "Il consiglio di sorveglianza: quale utilità per il governo delle società italiane?", Università di Roma Tor Vergata, 28 marzo.
- Perrone V. (2004), "La fiducia è una cosa seria", *Economia & Management*, n. 3.
- Pezzani F. (a cura di) (1993), *Il bilancio d'esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Pilati M. (1995), "Le forme di retribuzione variabile del lavoro e governo istituzionale", in Airoldi G., Amatori F. e Invernizzi G. (a cura di), *Proprietà e governo delle aziende italiane*, Egea, Milano.
- Pini M. (2000), *Il sistema di controllo interno*, Egea, Milano.
- Poddighe F. (a cura di) (2001), *Analisi di bilancio per indici. Aspetti operativi*, Cedam, Padova.
- PricewaterhouseCoopers (1997), *Lineamenti di Corporate Governance*.
- Quagli A. (2001), "L'informativa volontaria nel bilancio: ruolo, modalità e recenti tendenze", *Revisione contabile*, n. 41.

- Quagli A. (2004), *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, FrancoAngeli, Milano.
- Quagli A. (a cura di) (2001), *Internet e la comunicazione finanziaria*, FrancoAngeli, Milano.
- Quagli A. e Teodori C. (a cura di) (2005), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Gli strumenti e gli intermediari*, FrancoAngeli, Milano.
- Ravasi D. e Gabbioneta C. (2004), "Le componenti della reputazione aziendale. Indicazioni dalla ricerca RQ Italy", *Economia & Management*, n. 3.
- Reboa (2002), *Proprietà e controllo d'impresa. Aspetti di Corporate Governance*, Giuffrè, Milano.
- Regalli M. (a cura di) (2003), *Stock option e incentivazione del management*, Ed. Il Sole 24 Ore, Milano.
- Rosenau J. e Czempiel E. (1992), *Governance without government. Order and change in world policies*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Salvioni D. M. (1987), "Le politiche di comunicazione delle aziende di credito e le informazioni economiche", in AA.VV., *La comunicazione nelle banche*, Ed. Il Sole 24 ore, Milano.
- Salvioni D. M. (1990), "Economic Information in global corporate communication processes", *Economia Aziendale*, volume IX, fascicolo 2.
- Salvioni D. M. (1992), *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino.
- Salvioni D. M. (1993), "Finalità e obiettivi nella gestione d'azienda", *Scritti in onore di Carlo Masini*, tomo primo, *Istituzioni di economia d'azienda*, Egea, Milano.
- Salvioni D. M. (1997), "Comunicazione, cultura e governo economico d'impresa", *Sinergie*, n. 43-44, maggio-dicembre.
- Salvioni D. M. (1997), *Il sistema di controllo della gestione*, Giappichelli, Torino.
- Salvioni D. M. (1998), "La comunicazione nelle strategie d'impresa", *L'Impresa*, n. 3.
- Salvioni D. M. (2002), "Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa", *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 2.
- Salvioni D. M. (2002), "Transparency culture and financial communication", *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 2.
- Salvioni D. M. (2003), "Corporate governance e responsabilità d'impresa", *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 1.
- Salvioni D. M. (2003), "L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria", in Salvioni D. M. (a cura di), *Trasparenza ed efficacia della comunicazione economico-finanziaria*, Giappichelli, Torino.

- Salvioni D. M. (2004) (a cura di), *Corporate governance, controllo di gestione e risorse immateriali*, FrancoAngeli, Milano.
- Salvioni D. M. (2004), “Efficacia aziendale, processi di governo e risorse immateriali”, in Salvioni D. M. (a cura di), *Corporate governance, controllo di gestione e risorse immateriali*, FrancoAngeli, Milano.
- Salvioni D. M. (2005), “Corporate Governance, controllo di gestione e concorrenza globale”, *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 1.
- Salvioni D. M. (a cura di) (2002), *Introduzione all’analisi dei costi*, Giappichelli, Torino.
- Salvioni D. M. (a cura di) (2002), *L’efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l’analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino.
- Salvioni D. M. (a cura di) (2003), *Trasparenza ed efficacia della comunicazione economico-finanziaria*, Giappichelli, Torino.
- Salvioni D. M. (a cura di) (2004), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Sanguigni V. (2002), *Proprietà e governo dell’impresa*, Cedam, Padova.
- Sanguinetti A. e Costanzo P. (2003), *Il governo delle società in Italia e in Europa*, Egea, Milano.
- Sarbanes-Oxley Act (2002), Public Law 107-204, 107th Congress, July 30.
- Shyy G. e Vijayraghavan V. (2000), *Corporate Governance Design and Choice in France: Conseil d’Administration vs Conseil de Surveillance*, Scottish Institute for Research in Investment and Finance.
- Sicca L. (1992), “Alcune considerazioni sul metodo per una revisione dei principi dell’economia aziendale”, *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 2, giugno.
- Superti Furga F. (1994), *Il bilancio d’esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano.
- Teodori C. (1994), *La costruzione e l’analisi dei flussi finanziari e monetari. Il “rendiconto finanziario”*, Giappichelli, Torino.
- Teodori C. (2000), *Le imprese quotate e la comunicazione economica su Internet*, Quaderno ASFIM, *Analisi Finanziaria*, n. 40.
- Teodori C. (2000), *L’analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.
- Teodori C. (2002), “L’orientamento temporale nelle analisi dei risultati gestionali a fini di controllo”, in Salvioni D. M. (a cura di), *Introduzione all’analisi dei costi*, Giappichelli, Torino.
- Teodori C. (2003), “La comunicazione economica tramite web: una comparazione internazionale”, in Salvioni D. M. e Teodori C. (a cura di), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d’impresa*, FrancoAngeli, Milano.

- Teodori C. (2004), “La comparazione internazionale”, in Teodori C. (a cura di), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*, FrancoAngeli, Milano.
- Teodori C. (2004), *La comunicazione via web delle imprese italiane quotate: un quadro d'insieme*, paper n. 37 del Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi di Brescia, dicembre.
- Teodori C. (a cura di) (2004), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*, FrancoAngeli, Milano.
- Terzani S. (1984), “Responsabilità sociale dell'azienda”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 7-8, luglio-agosto.
- Tessitore A. (1996), “Codici etici e comportamenti organizzativi”, in AA.VV., *Ripartire dall'azienda. Atti del convegno dedicato al Prof. Carlo Masini*, Egea, Milano.
- The Business Roundtable (2002), *Principles of Corporate Governance*, May.
- The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992), *Cadbury Report*, December.
- Thurow L. C. (1988), “Let's Put Capitalists Back into Capitalism”, *Sloan Management Review*, 30.
- TIAA-CREF (2004), *Policy Statement on Corporate Governance*.
- Timo R. (2005), “Il collegio sindacale”, in Nedcommunity, *Guida al sistema dei controlli*, novembre.
- Tiscini R. e di Donato F. (2005), “Le frodi contabili. Analisi dei casi empirici”, in Fiori G. e Tiscini R., *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informazione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Tricker R. (1984), *Corporate Governance. Practices, Procedures and Powers in British Companies and their Boards of Directors*, Gower, London.
- Veneziani M. (2004), “La comunicazione ai mercati finanziari delle società quotate: un confronto internazionale”, in Teodori C. (a cura di), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*, FrancoAngeli, Milano.
- Vietti M. (2003), in Taverna A. (a cura di), *La riforma del diritto societario: prime verifiche*, Atti del Corporate Governance Forum di Torino, 14 aprile.
- Zappa G. (1943), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Zappa G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, tomo primo, Giuffrè, Milano.
- Zattoni A. (2001), “I piani di stock option per il top management”, in Airoidi G. e Zattoni A. (a cura di), *Piani di stock option: progettare la retribuzione del top management*, Egea, Milano.