



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA INTERNAZIONALE
DELLE ISTITUZIONI E DELLO SVILUPPO

Marco Zanobio

Aspetti teorici della Corporate Governance

N. 1202

VP VITA E PENSIERO

UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE

**DIPARTIMENTO DI ECONOMIA INTERNAZIONALE
DELLE ISTITUZIONI E DELLO SVILUPPO**

Marco Zanobio*

Aspetti teorici della Corporate Governance

N. 1202

VP VITA E PENSIERO

* Dipartimento di Economia internazionale, delle istituzioni e dello sviluppo, Università Cattolica del Sacro Cuore, Largo Gemelli 1 20123 Milano - ITALY. marco.zanobio@unicatt.it.

Comitato direttivo

Carlo Beretta, Angelo Caloia, Guido Merzoni, Alberto Quadrio Curzio

Comitato scientifico

Carlo Beretta, Ilaria Beretta, Simona Beretta, Angelo Caloia, Giuseppe Colangelo, Marco Fortis, Bruno Lamborghini, Mario Agostino Maggioni, Guido Merzoni, Valeria Miceli, Fausta Pellizzari, Alberto Quadrio Curzio, Claudia Rotondi, Teodora Erika Uberti, Luciano Venturini, Marco Zanobio, Roberto Zoboli

Prima di essere pubblicati nella Collana Quaderni del Dipartimento di Economia internazionale, delle istituzioni e dello sviluppo edita da Vita e Pensiero, tutti i saggi sono sottoposti a valutazione di due studiosi scelti prioritariamente tra i membri del Comitato Scientifico composto dagli afferenti al Dipartimento.

I Quaderni del Dipartimento di Economia internazionale, delle istituzioni e dello sviluppo possono essere richiesti alla Segreteria (Tel. 02/7234.3788 - Fax 02/7234.3789 - E-mail: segreteria.diseis@unicatt.it). www.unicatt.it/dipartimenti/diseis

Università Cattolica del Sacro Cuore, Via Necchi 5 - 20123 Milano

www.vitaepensiero.it

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail: autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org

All rights reserved. Photocopies for personal use of the reader, not exceeding 15% of each volume, may be made under the payment of a copying fee to the SIAE, in accordance with the provisions of the law n. 633 of 22 April 1941 (art. 68, par. 4 and 5). Reproductions which are not intended for personal use may be only made with the written permission of CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail: autorizzazioni@clearedi.org, web site www.clearedi.org.

© 2012 Diseis

ISBN 978-88-343-2784-5

Abstract

This paper analyzes the theoretical approach to the corporate governance, in relation to the different capitalism model. Before, in the paper, there is a survey of different principal definitions of corporate governance. Then, it investigates the different purposes of the Agency Theory, Stewardship Theory and Stakeholder Theory. It discusses the relationship between shareholders and managers and it also considers the rule of board and the item of controls.

In the Annex, there's an analysis of the principles proposed by the OECD to create a good self-regulation system of corporate governance.

INDICE

1. Introduzione	pag. 7
2. Le possibili definizioni di <i>Corporate Governance</i>	7
3. Approcci teorici alla <i>Corporate Governance</i>	12
3.1 <i>La teoria dell'agenzia</i>	13
3.1.1 <i>Il finance model</i>	21
3.1.2 <i>Il myopic market model</i>	24
3.1.3 <i>L'abuse of executive power model</i>	25
3.2 <i>La stewardship theory</i>	27
3.3 <i>La Stakeholder Theory</i>	29
4. Alcune considerazioni finali	36
Appendice: i principi di governo societario secondo l'OCSE	40
Allegato all'appendice	60
Bibliografia	68

1. INTRODUZIONE

Il tema della *corporate governance* è sempre più un tema di attualità in ambito sia accademico sia operativo, anche con riflessi economico-istituzionali. L'attenzione di studiosi, *manager*, investitori e legislatori ricade sul tema dell'equilibrio degli organi preposti alla gestione dell'impresa. Gli studiosi non sono addivenuti alla individuazione di un modello ideale di *corporate governance*, anche in considerazione dei molteplici fattori che ne influenzano la portata. Certo è che la qualità dei modelli organizzativi di impresa risulta determinante per consentire un corretto funzionamento di un sistema economico nonché del mercato mobiliare allo stesso connesso.

Gli studiosi sempre più pongono l'attenzione sul problema che i miglioramenti nelle pratiche e nelle regole del governo societario possono contribuire ad accrescere l'efficienza nell'allocazione dei capitali, così come la qualità e l'evoluzione dei mercati finanziari possono favorire la riduzione del costo del capitale, favorendo pertanto l'accesso alle risorse finanziarie destinate all'impresa, a tutela della loro vulnerabilità ed in favore di una innovazione rivolta ad una più trasparente competizione (World Bank, 2001).

Partendo dalle possibili definizioni di *corporate governance*, nel presente lavoro vengono passate in rassegna le principali teorie in materia nonché formulate alcune considerazioni verso la individuazione degli elementi ritenuti essenziali per un buon governo societario, grazie anche ai principi individuati dall'OCSE e descritti in appendice al lavoro.

2. LE POSSIBILI DEFINIZIONI DI CORPORATE GOVERNANCE

Forse è giusto chiedersi che cosa si intenda per *corporate governance* e provare a tracciare le diverse definizioni che si possono riscontrare nella realtà. Negli Stati Uniti, dove il termine ebbe sostanzialmente origine, in sede di redazione dei "*principles of corporate governance*", Herbert Wechsler (1994) ha definito la *corporate go-*

vernance come la contrazione sintetica di “*corporate structure and governance*. Pertanto secondo questa definizione l’enfasi è posta sulla struttura e organizzazione dell’impresa e sulla conduzione della stessa: con la conseguenza che la *corporate governance* è rivolta alle problematiche connesse ai rapporti reciproci fra investitori, amministratori e revisori. In Gran Bretagna, la commissione Cadbury, in fase di redazione del codice di autodisciplina, ha definito la *corporate governance* come un sistema attraverso il quale le aziende sono dirette e controllate. In questo senso, fra i compiti correlati alla *corporate governance* rientrerebbero a pieno titolo (i) la direzione, intesa come formulazione di strategie di lungo periodo, (ii) l’esecuzione di operazioni, in quanto collegata a decisioni di natura operativa, (iii) il controllo, che coinvolge il monitoraggio continuo e la supervisione dei risultati del *management* e (iv) la responsabilità.

Assume pertanto rilevanza sia la gestione dell’impresa, affidata all’attività degli amministratori, sia il controllo sull’amministrazione. Quindi la *corporate governance* va intesa come un sistema di strutture organizzative, operazioni e controlli, finalizzato al conseguimento di obiettivi, non solo strettamente legati all’impresa, quali (i) realizzare politiche di lungo periodo, (ii) considerare e curare gli interessi dei dipendenti, (iii) tenere conto delle esigenze dell’ambiente e della comunità locale, in termini sia di effetti fisici sia di interazione culturale con la realtà locale, (iv) mantenere relazioni eccellenti con i clienti e i fornitori e (v) rispettare i limiti imposti dalla legge e dai regolamenti che disciplinano l’attività della società.

Si è di fronte a diverse accezioni di *corporate governance*, formulate da teorie che risentono del più ampio contesto sociale in cui vengono elaborate.

L’accezione giuridica del termine non risulta essere l’amministrazione della società, né la sua organizzazione nel senso tecnico e tradizionale degli organi della persona giuridica (assemblea, amministratori, sindaci), ma può assumere un significato tecnico se aiuta a cogliere l’ottica politica dell’istituzione di un certo tipo societario, quale la società per azioni, nel contesto complessivo dell’ordinamento giuridico.

Il termine ha carattere pertanto ambiguo e polivalente, sicuramente però il governo societario fornisce il criterio per ordinare gli interessi coinvolti nella gestione dell'impresa, secondo regole che esprimano i poteri e gli assetti dell'impresa stessa.

Possiamo però affermare che l'espressione *corporate governance* sintetizza il tema della organizzazione, gestione e controllo dell'impresa, per comporre i differenti interessi che vi convergono: il sistema delle regole – destinate a disciplinare e temperare gli interessi e le esigenze degli azionisti, dei gestori e dei diversi soggetti che interagiscono con l'impresa, attraverso sistemi di monitoraggio e di incentivazione dell'azione manageriale – è al centro di un attento e intenso dibattito, il tutto in stretta connessione con il contesto economico-finanziario, giuridico e sociale in cui l'impresa si trova.

In questa prospettiva, la *corporate governance* può essere considerato il mezzo mediante il quale organizzare l'impresa e monitorare l'azione dei *manager*, verso l'adozione di strategie di massimizzazione del valore e di equilibrio e composizione dei molteplici interessi coinvolti nell'impresa. Si apre così un tema di controllo sull'operato di chi agisce nell'impresa, di come questo controllo venga esercitato e di come i rischi ed i profitti derivanti siano ripartiti fra i soggetti interessati. In questo senso una visione più ampia porta a considerare anche gli impatti sull'efficienza economica del mercato finanziario, con particolare riguardo al sistema delle tutele attraverso cui i finanziatori si assicurano di ottenere un rendimento per i loro investimenti.

I diversi contenuti dei codici di autodisciplina, adottati dai singoli Paesi, evidenziano come la *corporate governance* possa ricondursi al sistema attraverso cui le società sono dirette e controllate, con riguardo al ruolo e alle responsabilità degli amministratori, al ruolo degli azionisti e degli *auditors*, ovvero di tutti quei soggetti che possono influire sulla politica manageriale.

Possiamo trovare definizioni di *corporate governance* nelle indicazioni formulate dall'OCSE (2004): “*il governo societario definisce la struttura attraverso cui vengono fissati gli obiettivi della società, vengono determinati i mezzi per raggiungere tali obiettivi e vengono*

controllati i risultati. Un buon governo societario dovrebbe assicurare al consiglio di amministrazione e ai dirigenti incentivi adeguati alla realizzazione di obiettivi in linea con gli interessi della società e dei suoi azionisti e dovrebbe facilitare un efficace controllo”; nonché nel Libro Verde della Commissione delle Comunità Europee (2010): “il governo societario fa riferimento ai rapporti fra la direzione di un’impresa, il suo consiglio di amministrazione, i suoi azionisti e le altre parti in causa, come i dipendenti e i loro rappresentanti. Esso determina inoltre la struttura che definisce gli obiettivi di un’impresa, come pure i mezzi per raggiungerli e per garantire il controllo dei risultati ottenuti”.

Il tema della *corporate governance* è strettamente connesso alla separazione fra proprietà e gestione dell’impresa, in considerazione del principio, già avanzato da Adam Smith (1776), secondo cui i *manager* tendono a gestire l’azienda con meno diligenza rispetto alla situazione in cui sia il proprietario stesso a gestire.

La letteratura è solita tuttavia individuare nel lavoro di Berle e Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, il primo vero contributo allo studio della *corporate governance*, grazie ad un’analisi empirica sulla struttura proprietaria delle aziende americane, caratterizzate dalla separazione fra proprietà e controllo o gestione. Questa situazione va ad inserirsi in un più ampio concetto di assetto istituzionale, inteso ad individuare tutti quegli elementi che portano a configurare l’insieme dei soggetti di un’impresa, dei loro interessi e dei loro fini, delle regole del gioco in merito a chi abbia il diritto e chi il dovere di governare l’impresa stessa. Lo studio della configurazione dell’assetto istituzionale e delle sue variabili diventa fondamentale per garantire il corretto funzionamento dell’impresa ma soprattutto il continuo flusso di capitali dai risparmiatori al mercato finanziario, nonché dai finanziatori alle imprese. Lo sviluppo dei mercati finanziari risente degli assetti organizzativi dell’impresa e la *corporate governance* diventa strumento di garanzia per assicurare l’adeguata remunerazione degli investitori e la valorizzazione del capitale investito, vista la prevalenza di imprese a proprietà diffusa, in cui è il *manager* a guidare l’azienda. Laddove i mercati finan-

ziari non appaiono evoluti, prevalgono assetti proprietari concentrati, in cui rilevante diventa lo studio dei rapporti fra azionisti (di maggioranza e di minoranza) nonché il ruolo dei finanziatori e la tutela dei crediti vantati nei confronti dell'impresa finanziata.

In relazione al sistema economico-finanziario di riferimento, cambia la struttura proprietaria e di finanziamento dell'impresa: nel capitalismo anglosassone si assiste ad una forte proprietà privata dei mezzi di produzione, ad una ridotta presenza dello Stato, ad un azionariato diffuso (*public company*) e ad una conseguente importanza del ruolo del mercato finanziario; nella visione renana (e nipponica) ruolo determinante è svolto dal sistema relazionale legato a banche, imprese e *manager*, con – solo a partire dagli anni Novanta del secolo scorso – una riqualificazione del mercato azionario. Completamente diverso è il modello di riferimento della realtà italiana: le imprese sono prevalentemente di piccole dimensioni, il controllo è generalmente familiare, lo Stato ha avuto un ruolo centrale nel sistema economico, prima con una connotazione di gestore, poi con una graduale assunzione di regolatore. In Italia non esiste un mercato borsistico evoluto ed al controllo azionario, rimesso nelle mani di poche famiglie, si accompagna di solito un controllo diretto sui *manager* (secondo una logica di tipo “padronale”).

Nei diversi modelli di riferimento, il problema del rapporto fra proprietà e gestione dell'impresa ed il potenziale conflitto di interessi fra *manager* e proprietari è affrontato in modo differente, per cui è aspetto determinante per l'impresa individuare meccanismi di regolazione, di controllo nonché di incentivazione al fine di avvicinare gli interessi delle parti coinvolte.

Il sistema giuridico può spostarsi a favorire e tutelare maggiormente gli investitori rispetto ai creditori; pertanto, in relazione al livello di protezione legale di chi opera nell'impresa o interagisce con la stessa, cambia l'approccio di analisi al tema della *governance*, a seconda che si consideri un modello ispirato a logiche di *common law* piuttosto che di *civil law*. Anche il contesto sociale e le politiche di governo, volte a favorire in modo più o meno strutturato un siste-

ma di *welfare*, si riflettono sul funzionamento dell'impresa e sul suo sistema organizzativo.

L'impresa può quindi essere considerata centro di pluralità di soggetti aventi interessi, fra loro contrastanti: è sede di *stakeholder*, ovverosia di tutti quei soggetti che entrano, a diverso titolo, a contatto con l'attività dell'impresa, che vanno a contrapporsi alla proprietà (gli *shareholder*), influenzando l'organizzazione ed il funzionamento dell'impresa. Di conseguenza nel dibattito odierno sulla *corporate governance* prevalgono due grandi filoni di analisi, che si rifanno ai cosiddetti *shareholders' approach* (dove viene privilegiato il comportamento e la tutela dell'azionista) e *stakeholders' approach* (dove prevale una visione dell'impresa come entità socialmente responsabile, destinata a tutelare gli interessi dei soggetti direttamente e indirettamente coinvolti nella stessa).

Nell'affrontare il tema *corporate governance*, in considerazione delle diverse teorie in materia di impresa e di sua organizzazione, appare opportuno passare in rassegna come vengano proposte – dal punto di vista teorico – soluzioni al rapporto fra proprietà e gestione, con l'obiettivo di tratteggiare le principali tappe nell'evoluzione della *governance* d'impresa.

3. APPROCCI TEORICI ALLA CORPORATE GOVERNANCE

Per risolvere le debolezze che si vengono a manifestare in un sistema di *corporate governance* in cui si incrociano differenti interessi di azionisti e *manager*, si possono individuare diversi modelli teorici, che rappresentano i fondamenti degli attuali approcci, volti a migliorare il sistema di governo societario e la sua efficienza. Sulla base delle considerazioni sopra esposte, si è soliti individuare due modalità di approccio al tema della *governance* d'impresa: una visione ristretta che tende a privilegiare il ruolo dell'azionista ed una visione allargata, volta a considerare tutti i soggetti che interagiscono con l'impresa.

In relazione alla struttura proprietaria dell'impresa, la letteratura sulla *corporate governance* è solita individuare alcuni principali filoni di analisi, riconducibili all'*agency theory*, alla *stewardship theory* e alla *stakeholder theory*. In questo ambito, nel lavoro di Keasey, Thompson e Wright (1997), all'interno dei due filoni di approccio, vengono identificate quattro modalità di valutazione dell'efficienza di un sistema di *governance*: (i) *finance model*, basato sulla teoria dell'agenzia; (ii) *myopic market model*, basato sulla miopia del mercato; (iii) *abuse of executive power model*, basato sull'assunzione di abuso di potere da parte degli amministratori esecutivi e (iv) *stakeholder model*, basato sui diversi interessi e attese di tutti i soggetti che interagiscono con l'impresa e ne condizionano l'attività.

I primi tre approcci rientrano nella più generale visione, vicina al cosiddetto *shareholder model* (visione ristretta), mentre nello *stakeholder model* (visione allargata) vengono tenuti nella giusta considerazione tutti i soggetti che sono portatori di interessi.

Procediamo ora ad individuare le principali caratteristiche delle teorie intorno alle quali ruotano i modelli di governo dell'impresa.

3.1 La teoria dell'agenzia

La necessità di regole di *corporate governance* assume rilevanza di fronte a realtà aziendali in cui si assiste alla separazione fra proprietà e controllo, dove il concetto di controllo va inteso nel senso di guida direzionale, gestione dell'impresa. Si esce dalla logica dell'imprenditore, di ispirazione classica, che è sia proprietario sia *manager*, per passare al modello in cui il *manager* assume il ruolo di guidare l'impresa pur non essendone proprietario. La nascita della figura del *manager* porta con sé il problema spiegato in dottrina con la teoria dell'agenzia.

Da una parte l'azionista o gli azionisti (*principal*) che detengono la proprietà dell'impresa e dall'altra il *manager* (*agent*), che detiene il controllo, che gestisce l'impresa.

Sia Berle e Means¹ sia Fama e Jensen² ritengono che una separazione di proprietà e controllo porti con sé divergenze dovute all'esistenza di differenti interessi fra azionisti e direzione. Il conflitto fra le due entità è spesso motivato dall'interesse dell'azionista verso il profitto e la crescita di valore dell'impresa, rispetto all'interesse della direzione verso il proprio potere personale, espresso ad esempio in termini di dimensioni dell'impresa, di maggior retribuzione, ecc.

Berle e Means nella loro opera evidenziano come l'impresa moderna si caratterizzi per una forte dispersione dell'azionariato, così da portare il *management* ad avere nelle proprie mani un forte potere gestionale. Fama e Jensen³ evidenziano come la separazione fra proprietà e controllo porti con sé ad una separazione fra rischio e direzione. Il rischio resta di pertinenza della proprietà, per cui l'effetto è che i riflessi delle scelte del *management* non ricadono sul proprio patrimonio ma su quello dell'azionista.

Il problema dell'agenzia, e quindi di *corporate governance*, sorge proprio per il fatto che il principale (azionista) non riesce a controllare compiutamente l'agente (*manager*), né si riesce a prevedere un contratto "perfetto", che disciplini tutte le possibili circostanze che possono verificarsi nella gestione di un'impresa.

Come osservano Grossman e Hart⁴ i contratti saranno sempre incompleti per diversi ordini di motivi, quali i limiti della razionalità umana, l'imprevedibilità, la complessità e i continui cambiamenti dell'ambiente in cui la stessa impresa opera⁵. Il contratto non è pertanto lo strumento, o meglio il solo strumento, che consenta all'azionista di controllare il *manager* e fargli perseguire i propri obiettivi⁶.

¹ *The Modern Corporation and Private Property*.

² Fama e Jensen (1983), *Agency Problems and Residual Claims*.

³ Fama e Jensen (1983), *Separation of Ownership and Control*.

⁴ Grossman e Hart (1986), *The Costs and Benefits of Ownership: A theory of Vertical and Lateral Integration*.

⁵ Maggiori dettagli in Hart (1995): *Firms, Contracts and Financial Structure*.

⁶ Shleifer e Vishny (1997), *A Survey of Corporate Governance*.

A ciò va aggiunto che l'azionista – dalle dimensioni spesso infinitesime – ha poteri limitati di controllo (diritto di voto) e tendenzialmente di alto costo rispetto ai benefici che può trarre. L'unico strumento che resta al piccolo azionista è la possibilità di vendere l'azione: in questo contesto si inserisce il problema del funzionamento efficace del mercato azionario. Charkham⁷ discute relativamente al fatto se l'azione debba essere considerata a tutti gli effetti un bene di scambio.

Epstein⁸ sottolinea l'estrema improbabilità che ciascun piccolo azionista conduca un'azione di monitoraggio nei confronti degli amministratori (*agents*), in quanto i benefici derivanti dal controllo saranno suddivisi tra tutti gli azionisti, anche fra quelli che non avranno contribuito alla copertura dei costi del controllo sulla gestione. In questa fattispecie il vantaggio ottenuto dal singolo azionista che compie l'azione di monitoraggio tende ad essere minore rispetto ai costi sostenuti dallo stesso per approntare il controllo, facendo in modo che la supervisione diventi economicamente non conveniente.

L'orientamento di breve periodo degli azionisti, oltre al possesso di quote limitate di capitale azionario, può favorire il sorgere di problemi quali la mancanza di controllo e di supervisione diretta da parte degli azionisti, l'inadeguatezza dei meccanismi di incentivazione e la loro sostituzione con meccanismi di controllo indiretti; problematiche che sono al centro del dibattito sulla *corporate governance* nei sistemi angloamericani.

La teoria dell'agenzia sorge quindi con il separarsi della proprietà e del controllo e con l'impossibilità di redigere contratti perfetti.

Jensen e Meckling⁹ definiscono la relazione di agenzia come un contratto nel quale una o più persone (*principals*) affidano ad un'altra persona (*agent*) l'esecuzione di alcuni servizi. I due soggetti – principale e agente – sono legati da un accordo (più o meno forma-

⁷ Charkham (1990), *Are Shares Just Commodities?*

⁸ Epstein (1985), *Agency Costs, Employment Contracts and Labour Unions*.

⁹ Jensen e Meckling (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*.

lizzato) con il quale il principale delega all'agente la gestione delle proprie risorse. In forza della relazione di agenzia, l'agente ha il dovere di operare nell'interesse del principale, al fine di ottimizzare la utilità dello stesso. In questo contesto sorgono però una serie di problemi che possono così riassumersi: (i) se entrambe le parti intendono massimizzare la propria utilità, ci sono buone ragioni per credere che l'agente non agirà sempre nel migliore interesse del principale in quanto è mosso da interessi e motivazioni differenti e spesso contrastanti da quelle del principale; (ii) il principale può limitare le divergenze stabilendo appropriati incentivi per l'agente e approntando un sistema di controllo sulla gestione. Questi sistemi tuttavia risultano essere costosi; (iii) principale e agente hanno una diversa propensione al rischio. L'agente non può accollarsi l'intero rischio, altrimenti diventerebbe a sua volta imprenditore; (iv) asimmetria informativa a favore dell'agente che genera due tipi di problemi legati a due tipologie di comportamento: *adverse selection* e *moral hazard*.

Con il termine *adverse selection* si intende problema dell'opportunismo pre-contrattuale: tale problema sorge in quando l'agente non rivela i suoi reali *skills* al principale, per fare in modo che lo stesso lo selezioni per svolgere un determinato compito di cui non avrebbe le capacità. Questo è un problema di informazione nascosta, in quanto il *principal* non è in grado di valutare con precisione le effettive capacità dell'*agent*. Con il termine "*moral hazard*" ci si riferisce al problema consistente in un comportamento sleale legato ad una tipologia di comportamento che prende il nome di opportunismo post-contrattuale. Tal problema sorge a causa della mancanza del rispetto del dovere fiduciario da parte dell'agente che si impegna ad agire in modo tale da massimizzare l'utilità del principale, pur sapendo che lo stesso non è in grado di verificare l'operato dell'agente in modo efficace.

Si apre così il problema della violazione da parte dell'agente del dovere fiduciario di operare nell'interesse esclusivo del principale, che – come abbiamo già visto – trova antieconomico verificare l'operare dell'agente.

Il modello sopra brevemente delineato viene applicato alla *corporate governance*, proprio perché l'azionista sente la necessità di delegare la gestione dell'impresa al *manager*, in considerazione del fatto che questi è dotato delle necessarie capacità e conoscenze.

Quindi nelle imprese dove si inserisce il modello dell'agenzia (tipico caso le *public companies*), gli azionisti mirano a massimizzare la propria ricchezza (aumento del valore delle azioni) mentre gli amministratori sono spinti spesso da motivazioni differenti, considerando il valore delle azioni come un vincolo e non come un obiettivo, con la conseguenza che gli obiettivi dei *manager* (aumento della dimensione dell'impresa, crescita del proprio potere e prestigio, incremento della propria remunerazione, ecc.) possono andare a danno degli interessi dell'impresa e quindi degli azionisti.

Il cuore del problema sono l'asimmetria informativa, da una parte, e i costi di agenzia dall'altra. Solo se l'azionista è disposto a sopportare costi di monitoraggio e di incentivazione si può puntare ad un allineamento degli interessi di amministratori e azionisti e così trovare una soluzione al problema dell'agenzia. Tale soluzione costituisce, se realizzabile, il modo più efficace di risolvere il problema di agenzia. Ricordiamo infatti che il principale si trova a dover affrontare (i) costi di monitoraggio, legati ai meccanismi di controllo, ovvero il costo per tutte le attività intraprese dal principale per misurare, valutare, regolamentare e incentivare l'agente ad assumere determinati comportamenti; (ii) costi di riassicurazione, ovvero il costo di tutte le attività poste in essere dall'agente per convincere il principale che il suo operato è allineato agli interessi del principale e dell'azienda e (iii) costi residuali, ovvero quei costi associati a qualsiasi altra divergenza che le suddette azioni non sono in grado di ricomporre. Infatti l'allineamento tra gli interessi dell'*agent* e quelli del *principal* non potrà mai essere completo in considerazione delle difficoltà, da parte degli esseri umani, di comprendere e comunicare in modo completo i propri necessità ed interessi¹⁰.

¹⁰ Arrow (1974) fa riferimento alla “*incomplete communicability of human wants and values*”.

Il problema dell'agenzia è stato analizzato da diversi studiosi, che – a più riprese – hanno evidenziato come vi possa essere una negligenza nella gestione di un'azienda da parte degli amministratori, non-proprietari, che agiscono con una minore attenzione e perseguono interessi differenti e spesso in conflitto, rispetto a quelli degli azionisti.

Laddove poi, come nelle imprese ad azionariato diffuso, la proprietà è effettivamente separata dal controllo, risulta che il reale potere di governo non è esercitato dagli azionisti, bensì dall'alta direzione, portando così ad una organizzazione governata sostanzialmente da soggetti legati all'impresa da un rapporto di lavoro.

Proprio secondo la moderna teoria manageriale, gli interessi del *manager* e conseguentemente la sua utilità non coincidono necessariamente con quella degli azionisti. Infatti, fra gli interessi più importanti del *manager* si è soliti ricomprendere: (i) l'esigenza di conservare il ruolo manageriale di comando; (ii) un elevato stipendio; (iii) un elevato potere decisionale e (iv) una posizione sociale di prestigio.

Tali obiettivi, proprio perché non coincidenti con quelli degli azionisti, possono generare conflitti fra *manager* e soci, conducendo a una separazione fra chi rischia nell'impresa (il socio) e chi dirige l'impresa stessa (il *manager*). Va evidenziato però che gli effetti della gestione, positivi o negativi, si ripercuotono sul patrimonio degli azionisti e degli investitori in genere e solo in via indiretta su quello degli amministratori, non esistendo più una perfetta coincidenza fra profitto d'impresa e remunerazione del *management*, ma una semplice relazione, non sempre molto stretta. Va evidenziato comunque il fatto che gli azionisti hanno la facoltà ed il potere di cambiare il *manager*, in caso di divergenza di obiettivi o comunque di risultati non consoni alle aspettative degli stessi azionisti. Questo potere potrebbe rappresentare uno strumento per avvicinare gli obiettivi di azionisti e *manager*, ancorché non sempre il potere di esautorare il *manager* possa essere esercitato nei modi e nei tempi necessari. In ogni caso il rischio di vedere compromessa la propria reputazione rappresenta per il *manager* un vincolo significativo, in quanto verrebbe a compro-

mettersi la possibilità di un idoneo riposizionamento all'interno di altre realtà.

Il problema, come più volte evidenziato, sta nel fatto che il principale non riesce a controllare l'operato dell'agente in modo efficace. In via teorica ed ideale, si dovrebbe arrivare ad un contratto fra *top manager* ed azionisti, che regolamenti tutti i possibili eventi e ogni circostanza futura, che preveda altresì come debbano essere suddivisi gli eventuali profitti della gestione. Se ciò fosse possibile, ovvero se si riuscisse a scrivere contratti perfetti, si sarebbe risolto il problema della *corporate governance*. La realtà è diversa: i limiti insiti nell'uomo da una parte e la complessità e imprevedibilità dell'ambiente (interno ed esterno) aziendale impediscono che si arrivi a redigere contratti che disciplinino tutte le possibili fattispecie, che si possono verificare. Agli azionisti viene preclusa di fatto la possibilità di disciplinare il rapporto con il *top management*, attraverso lo strumento contrattuale.

Per risolvere le debolezze che si vengono a manifestare in un sistema di *corporate governance* in cui si incrociano differenti interessi degli azionisti e dei *manager*, si possono individuare diversi modelli teorici, che rappresentano i fondamenti degli attuali approcci, volti a migliorare il sistema di governo societario e la sua efficienza.

La dottrina addivene però alla considerazione che non esista una soluzione perfetta al problema dell'agenzia¹¹. Obiettivo deve essere la minimizzazione dei costi derivanti dalla diversità di interessi fra principale e agente.

Con la separazione di proprietà e controllo, ci si sposta dalla massimizzazione del profitto (visione classica) verso un modello d'impresa in cui si può assistere a: (i) inefficienze dovute a interessi contrastanti fra chi detiene il controllo e chi la proprietà – caratteristica economicamente non desiderabile; (ii) distribuzione di ricchezza e di abilità manageriali fra soggetti non coincidenti – caratteristica desiderabile.

¹¹ Arrow (1974), *The Limits of the Organization*.

In questo contesto si inseriscono le diverse teorie in tema di miglioramento della efficienza del sistema di *corporate governance*.

Due sono gli ambiti in cui i sistemi di regolamentazione operano: i modelli *market-oriented*, tipici del contesto anglo-americano, caratterizzato dalla *common law* e i modelli relazionali, caratteristici dell'Europa continentale, dominati invece da regole di *civil law*.

Le norme del diritto di quei paesi in cui vige la *civil law* derivano dal diritto romano e “sono concepite come regole di condotta strettamente legate a ideali di giustizia e moralità”¹². Vi sono solamente tre famiglie giuridiche di *civil law* da cui le leggi del moderno diritto commerciale traggono origine: quella francese, quella tedesca e quella scandinava. Al contrario la *common law* ha origini inglesi ed è stata creata – secondo la logica della consuetudine – prevalentemente da giudici i quali tentavano di risolvere casi specifici.

Confrontando norme di legge riguardanti i diritti degli investitori e la qualità di applicazione di tali leggi in vari paesi del mondo si giunge ad interessanti conclusioni¹³. In prima istanza è da notare che le leggi variano molto nei diversi paesi ed in particolare gran parte delle differenze risultanti da tale indagine sono da imputare alle diverse tradizioni giuridiche da cui traggono origine. L'analisi dimostra che i sistemi giuridici fondati sulla *civil law* offrono all'investitore una tutela più debole rispetto a quella offerta dai sistemi giuridici basati su *common law*. Ad esempio nei paesi di *common law* si trova un livello di attenzione verso i piccoli azionisti non riscontrabile nei Paesi di *civil law*. Anche per quanto concerne la protezione offerta dall'ordinamento giuridico nei confronti dei creditori (banche in particolare) si osserva una maggior tutela nei paesi di *common law* rispetto a quelli di *civil law*.

È importante a questo punto chiedersi come paesi caratterizzati da diverse tradizioni giuridiche abbiano risolto il problema della tutela

¹² David e Brierley (1985), *Major legal systems in the world today: an introduction to a comparative study of law*.

¹³ Il riferimento è all'articolo di La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer e Vishny del 1998.

degli investitori. Un carattere che generalmente si riscontra nei paesi che adottano la *civil law* è una spiccata concentrazione della proprietà delle società nelle mani di pochi azionisti e una conseguente mancanza di mercati borsistici sviluppati. Un certo grado di concentrazione della proprietà costituisce un modello efficiente per fare in modo che i *manager* perseguano l'interesse dell'impresa e che i grandi investitori siano incentivati a controllare il *manager*.

Diversi sono i sistemi organizzativi delle imprese e i sistemi di governo dei due modelli, così come diverse sono le compagini sociali. Da un lato il mercato "controlla" l'impresa, dall'altro il sistema delle relazioni fra banche e grandi azionisti determina la gestione ed il controllo delle imprese, mentre il mercato viene messo in secondo piano.

Ripercorriamo ora alcuni modelli che vanno ad approfondire il rapporto *manager-azionista*, finalizzati al miglioramento dell'efficienza del sistema di *governance* societaria, e riconducibili ai contenuti finora esaminati.

3.1.1 Il *finance model*

Il modello (basato essenzialmente sulla teoria dell'agenzia) affida al mercato e ai meccanismi di incentivazione la funzione di allineare interessi ed obiettivi di principale ed agente, per ridurre la potenziale conflittualità, basandosi su un assunto molto forte: il mercato è perfetto ed è caratterizzato da meccanismi di autoregolamentazione interna, che risultano idonei a risolvere inefficienze, senza necessità di interventi esterni da parte di istituzioni. La separazione fra proprietà e controllo deriva da motivi di efficienza: il proprietario non dispone delle capacità di gestire l'impresa, mentre il *manager* detiene tali requisiti, non disponendo però delle risorse economiche necessarie o dell'attitudine al rischio d'impresa. In questo modello l'obiettivo deve essere la massimizzazione del valore per gli azionisti. Nella loro analisi, Jensen e Meckling (1976) hanno evidenziato la dinamica del valore dell'impresa nel momento in cui avviene la separazione tra proprietà e controllo. In particolare i due studiosi partono dall'ipotesi

che l'impresa sia interamente posseduta da un unico proprietario che assuma anche compiti gestori (*owner-manager*). Se il *manager* è un individuo razionale dal punto di vista economico, cercherà di massimizzare l'utilità che gli deriva dai ricavi pecuniari e dai benefici non pecuniari inerenti all'attività imprenditoriale, ottimizzandone anche il relativo *mix*, secondo una logica ispirata alla teoria dell'utilità marginale.

Nel caso in cui l'*owner-manager* dell'impresa decida di cedere azioni della sua impresa, i costi di agenzia saranno generati dalla divergenza tra il suo interesse e quello degli azionisti esterni (*outside shareholder*). Il *manager* sarà incentivato ad aumentare il consumo di beni non pecuniari in quanto ne dovrebbe sostenere solo in parte il costo, scaricato sugli azionisti esterni. Tali attività potrebbero essere limitate dagli azionisti esterni tramite azioni di monitoraggio sulla gestione del *manager*.

La diminuzione dei *cash flow* portata dall'aumento delle spese per benefici non pecuniari e dall'utilizzo di risorse per monitorare l'operato del *manager* portano ad una diminuzione nel valore dell'impresa.

Se il mercato è caratterizzato da aspettative razionali, gli *outside shareholder* sono consapevoli che il proprietario, una volta ceduta parte delle azioni, aumenterà il consumo di beni non pecuniari, pertanto saranno disposti a pagare un prezzo più basso per le azioni dell'impresa.

Quindi Jensen e Meckling da una parte e Williamson (1988) dall'altra evidenziano come la separazione fra proprietà e controllo possa riflettersi in una diminuzione del valore di mercato dell'impresa, con la conseguenza che il costo di tale separazione ricade sul proprietario. In particolar modo vengono a crearsi delle inefficienze che Jensen e Meckling definiscono come costi di agenzia, dati dalla somma di costi legati al sistema di controllo, di costi di riassicurazione e di costi residuali in genere.

Per regolare il comportamento degli amministratori, la teoria del *finance model* porta a considerare i seguenti sistemi di controllo: (i) il mercato dei capitali, attraverso lo strumento della scalata ostile

(*take-over*), ha il potere di influenzare le scelte del *manager*. Tale approccio tiene in forte evidenza il livello di efficienza del mercato e di informativa fra gli operatori. (ii) Il mercato del lavoro, manageriale in particolare, con la minaccia potenziale di sostituire i *manager* con altri *manager* interni o esterni all'impresa considerata può influenzare il comportamento degli stessi *manager* (aspetto reputazionale).

In questo contesto il controllo sull'operato dei *manager* viene rimesso nelle mani del mercato (del capitale, del controllo aziendale e del lavoro manageriale) senza la necessità di interventi esterni da parte di istituzioni (Hart, 1995). Hart ritiene che il prezzo delle azioni fissato sul mercato sia lo strumento più efficace per calcolare il valore dell'impresa e così valutare il comportamento del *manager*. Al piccolo azionista resta la possibilità di vendere l'azione. In questo contesto si inserisce il problema del funzionamento efficace del mercato azionario: Charkham (1990) discute relativamente al fatto se l'azione debba essere considerata a tutti gli effetti un bene di scambio.

Il rischio di essere sostituiti e lo strumento della scalata ostile hanno la funzione di disciplinare i comportamenti dei *manager* poco efficienti. In particolar modo tali "minacce" spingono a gestire l'impresa nell'interesse degli azionisti e diventano il sistema di controllo esterno sul *management*. I sostenitori del *finance model* spingono inoltre sul meccanismo di incentivazione dei gestori, per fare sì che migliorino le *performance* aziendali. Attraverso lo strumento delle *stock option*, la remunerazione dei *manager* viene strettamente legata agli interessi degli azionisti, dato che chi gestisce viene remunerato facendolo divenire, a sua volta, proprietario – sia pure parziale – dell'impresa. Determinanti in questo approccio possono essere gli orizzonti temporali di azionisti e *manager*, che potrebbero comunque non coincidere. In sintesi i sostenitori del *finance model* riconoscono nell'azionista il solo *stakeholder*. Pertanto – per superare il problema di agenzia – viene affidata al mercato la funzione di controllo esterno e ai meccanismi di incentivazione quella di controllo interno, con l'obiettivo di creare un'affinità di interessi e portare il *management* a

ridurre il rischio di scalate ostili, che potrebbero comportare perdita del governo dell'impresa e di reputazione sul mercato del lavoro.

3.1.2 Il *myopic market model*

Approccio alternativo è quello che ritiene il mercato “miope”, nel senso che i *manager* sono costretti ad assumere le proprie decisioni e a gestire l'impresa sotto la forte influenza dell'andamento corrente del valore delle azioni dell'impresa da loro gestita (visione di breve periodo) e del rischio di scalate ostili e quindi a discapito di una visione di medio-lungo periodo. In tali condizioni i *top-manager* non sono incentivati ad intraprendere investimenti di medio-lungo periodo per il timore che la conseguente riduzione dei *cash-flow* di breve periodo possa deprimere il corso delle azioni e faccia sì che l'impresa possa diventare oggetto di una scalata ostile.

Il mercato azionario viene considerato imperfetto (miope) sì da attribuire maggiore importanza al breve periodo e minore valore agli investimenti di lungo termine. Ciò perché il mercato non dispone di tutte le necessarie informazioni (Jacobs, 1991). Secondo questo approccio viene dato un peso eccessivo alla massimizzazione del valore per gli azionisti nel breve periodo, sminuendo lo stesso concetto di valore nel lungo termine. Porter (1992) evidenzia come le decisioni di investimento vengano assunte dal *management* in una visione sub-ottimale, in quanto – pur disponendo di maggiori informazioni rispetto al mercato – deve operare con la consapevolezza che il mercato non possieda lo stesso grado informativo. Si ritiene che i *top-manager*, che possiedono maggiori informazioni riguardo all'impresa che dirigono rispetto al mercato, siano costretti a prendere le decisioni, che vengono richieste loro da un mercato inefficiente in quanto poco informato. I teorici di tale visione non considerano vera l'ipotesi di un mercato efficiente, con la conseguenza che i *manager* si ritrovano ad avere migliore informazione rispetto al mercato sull'impresa che gestiscono.

Pertanto ancorché il *finance model* e il *myopic market model* condividano l'assunto che gli interessi della “Società” siano meglio tute-

lati se le imprese perseguono gli obiettivi degli azionisti (Blair, 1995), a causa della miopia del mercato la massimizzazione del valore delle azioni può non essere un obiettivo che soddisfi gli azionisti.

Azionisti e *manager* (Porter) dovrebbero agire in una prospettiva di medio-lungo termine e in particolar modo l'azionista dovrebbe avere un ruolo più attivo nella gestione aziendale e mantenere, in modo duraturo, la propria partecipazione nell'impresa, introducendo dei limiti nella circolazione delle azioni sul mercato e aumentando il costo dell'uscita per gli azionisti. Gli assertori di tale approccio danno quindi maggior enfasi al concetto di "voice" rispetto a quello di "exit"¹⁴, nel senso che l'azionista deve poter maggiormente influenzare la gestione dell'azienda, ma disporre di una minor capacità di abbandonare, ossia vendere le azioni. Tale approccio porta a modificare la natura dell'investimento azionario, che da un'ottica di breve tenda ad una relazione di lungo periodo, coinvolgendo nella proprietà anche l'alta dirigenza e tutti quelli che sposano questa visione temporale più ampia.

I sostenitori di tale visione ipotizzano anche di diversificare il diritto di voto in relazione alla durata dell'investimento, sempre con l'obiettivo di consolidare l'azionariato ad una visione di lungo periodo. Come si può osservare il qui delineato approccio è radicalmente staccato dal *finance model* per due ordini di motivi: le assunzioni di base (efficienza del mercato da una parte, inefficienza dall'altra) e le soluzioni operative proposte.

3.1.3 L'*abuse of executive power model*

Il terzo approccio è quello ispirato alla considerazione che gli amministratori esecutivi possano abusare di potere a discapito degli azionisti. I *manager* sono così forti ed autonomi che gestiscono l'impresa nel proprio e non nell'interesse degli azionisti, visto che gli azionisti sono piccoli e deboli e senza idonei strumenti di contrasto.

¹⁴ I concetti di *voice* ed *exit* vennero introdotti da Hirschman (1970).

Vi è quindi una forte asimmetria di potere a favore del *top management*.

Per contrastare ciò è necessario introdurre sistemi di controllo e di vigilanza sull'operato dei gestori; i *manager* agiscono in una sorta di oligarchia che si autoperpetua, la quale domina la maggior parte delle imprese: le decisioni assunte non vengono controllate in maniera sufficientemente efficace né da parte dei consiglieri deleganti, né mediante la potenziale minaccia di scalate ostili o attraverso altri meccanismi istituzionali di controllo. Secondo tale approccio, dovrebbero essere rivisti i ruoli dei soggetti deputati al controllo ed essere attribuiti maggiori poteri ai cosiddetti amministratori non esecutivi.

La forte crescita della remunerazione dei *manager*, rispetto ai salari dei lavoratori è il risultato di un abuso di potere da parte dei primi. I *manager* si trovano in una situazione di potere talmente forte da poter scrivere i propri contratti, in modo che la loro remunerazione cresca se il valore delle azioni aumenta e possa crescere comunque, attraverso altri meccanismi, qualora il valore delle azioni non aumenti. Ciò dovrebbe portare a rivedere il sistema remunerativo dei *manager*, in quanto la stessa incentivazione non è legata ad una condivisione del rischio con l'azionista, ma dipende solamente dalla disponibilità di maggiori informazioni rispetto all'azionista stesso (asimmetria informativa). Kay e Silberston (1995) sostengono la necessità di una forte autonomia degli amministratori non esecutivi e l'attribuzione di ampi poteri di controllo, dato che – come sottolineato da Epstein (1985) – è improbabile che ciascun piccolo azionista conduca un'azione di monitoraggio nei confronti dei *manager*, in quanto i benefici che gli deriverebbero sarebbero suddivisi tra tutti gli azionisti, anche fra quelli che non hanno contribuito alla copertura dei costi dell'attività di controllo. In questa fattispecie il vantaggio ottenuto dal singolo azionista che compie l'azione di monitoraggio tende ad essere minore rispetto ai costi sostenuti dallo stesso per approntare il controllo, facendo in modo che la supervisione diventi economicamente non conveniente. Va osservato infine come gli scandali finanziari degli ultimi anni, relativi ad imprese rientranti nei

diversi sistemi di *governance*, hanno evidenziato come, in situazioni patologiche, si riscontri l'effetto congiunto di due fattori: (i) un abuso di potere da parte degli amministratori esecutivi, a causa dell'assenza di un'adeguata regolamentazione in grado di prevenire i loro comportamenti sleali; (ii) un mercato sempre più improntato a un'ottica di breve periodo, che percepisce l'informazione alti dividendi come sinonimo di creazione di valore per l'impresa e penalizza le società, che – invece – attribuiscono una priorità alla politica degli investimenti, tipicamente di medio-lungo termine, rispetto alla politica di distribuzione degli utili.

3.2 *La stewardship theory*

La *stewardship theory*¹⁵ si inserisce nell'ambito degli studi sulla *corporate governance* a partire dagli anni Novanta, grazie allo sviluppo di studi sul comportamento dei *managers* che operano nell'interesse della proprietà e non in contrapposizione alla stessa, pertanto in aperta contrapposizione alla teoria dell'agenzia sopra delineata.

Pur partendo dalla considerazione che proprietà e controllo sono riconducibili a soggetti diversi, nella teoria la figura del *management* è vista come *steward*, come soggetto che cerca la cooperazione e l'interazione con la proprietà, orientandosi a creare ricchezza per gli azionisti. Potremmo dire che il *manager* mantiene una posizione “neutrale” nel rapporto con l'azionista, soddisfacendo le richieste e le attese dallo stesso avanzate verso la massimizzazione della ricchezza creata dall'impresa. Secondo questo approccio viene meno pertanto la conflittualità *principal-agent/steward*, in quanto i dirigenti orientano la propria azione verso la soddisfazione del principale.

Questa impostazione di comportamento si accompagna anche ad una ricerca del senso di appartenenza all'organizzazione e ad un uso del potere, in contrapposizione all'approccio utilitaristico del rappor-

¹⁵ Donaldson L. e Davis J.H. (1991), *Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns*.

to di agenzia: al sistema delle *stock option*, il *management* preferisce il principio del risultato dell'organizzazione, che identifica nel far propri la missione e gli obiettivi dell'impresa stessa.

Il rischio comunque del comportamento opportunistico permane anche in questa visione della *governance* d'impresa, per cui nei successivi sviluppi, particolare attenzione è stata dedicata ai sistemi di controllo dei dirigenti. Anche in questo caso però, l'approccio è differente: secondo i sostenitori della teoria dell'agenzia è preferibile una separazione fra fase decisionale e attività di controllo (approccio *control-oriented*); gli assertori della *stewardship theory* invece, ritengono non vi sia una separazione fra decisione e controllo, per cui il *management* procede ad una sorta di autovalutazione (approccio *involved-oriented*).

L'impostazione del modello proposto dai sostenitori della *stewardship theory* porta alla visione di un organo amministrativo delle società con un ruolo di guida e direzione e non di controllo sull'operato degli esecutivi: un consiglio di dimensioni snelle, composto prevalentemente da membri esecutivi, che dovrebbe ridurre le conflittualità interne e puntare sulla fidelizzazione del rapporto con l'azionista, favorendo un attaccamento all'impresa e conseguentemente la dedizione, nell'ottica di una operatività in linea con gli interessi degli azionisti.

Il modello proposto dai sostenitori della *stewardship theory* affida pertanto un ruolo centrale al modello di *manager* che vede nel valore dell'impresa l'interesse da tutelare per gli azionisti, sottovalutando da un certo punto di vista tutti quei meccanismi e strumenti che possono incidere sul comportamento del *management*, influenzando i risultati dell'impresa. Il tema del controllo dell'operato del *management* rimesso all'autovalutazione, rappresenta forse un elemento di difficile attuazione, vista la necessità di un sistema di verifica e monitoraggio del comportamento dei dirigenti, che non può essere rimesso solo nelle mani dell'organo amministrativo.

Il modello proposto sembra pertanto porsi come una via intermedia fra la visione avanzata dai teorici dell'agenzia e quella dei sostenitori della *stakeholder theory* di seguito illustrata.

3.3 *La Stakeholder Theory*

Tale approccio ruota intorno alla considerazione che il governo dell'impresa non possa essere orientato solo verso gli azionisti, in quanto vi sono altri molteplici soggetti, di cui si deve tenere conto, che vantano interessi specifici nei confronti dell'impresa e che interagiscono con la stessa. Il concetto di massimizzazione della funzione di utilità di una singola categoria di portatori di interessi viene abbandonata e contrastata da questo modello. In questa ottica si introducono i concetti di impresa responsabile e di socialità a livello del sistema-Paese, per cui la massimizzazione del valore per gli azionisti non può e non deve danneggiare altri soggetti: solo un sistema volto a migliorare l'efficienza dell'impresa permette di perseguire la massimizzazione del valore per gli azionisti senza danneggiare altri soggetti (in un'ottica di ottimo paretiano). I meccanismi di funzionamento dell'impresa e di interazione fra i soggetti, che entrano in contatto con l'impresa stessa, aprono all'analisi del ruolo dell'impresa in termini di funzione sociale.

Il termine *stakeholder* (portatore di interessi) vede la sua origine nel 1963 in un lavoro dello Stanford Research Institute, in contrapposizione al concetto di *stockholder*, inteso come possessore del capitale di rischio. Le imprese sono sede di *stakeholders*, ossia di soggetti che hanno interessi nella vita dell'azienda, che sono specifici e si differenziano da quelli della proprietà.

Il riferimento è ai lavoratori, ai fornitori, ai clienti, alle comunità locali ed ai soggetti pubblici in genere. Si tratta di titolari di interessi potenzialmente in conflitto con quelli dell'impresa.

La teoria degli *stakeholder* ha avuto sviluppo negli ultimi decenni, partendo dalla considerazione che amministratori e *manager* devono guardare non solo agli interessi degli azionisti, ma devono rivolgere l'attenzione ai lavoratori, ai clienti, ai fornitori e alla collettività in senso lato, aprendo così le porte alla teoria della responsabilità sociale dell'impresa, in termini di efficienza e di funzione sociale. Diversi sono stati i filoni di studio elaborati dai sostenitori della teoria degli *stakeholder*, a partire – negli anni Ottanta – dal lavoro di

Freeman, che ha dato enfasi al fatto che le imprese hanno dei portatori di interessi, i cui diritti non possono e non devono essere ignorati, in quanto le loro richieste sono legittime. Anche se prevale la visione che le imprese debbano essere governate dagli amministratori con riguardo principale verso l'azionista, dato il mandato fiduciario ricevuto, nel tempo l'attenzione si è rivolta ai diritti dei lavoratori, dei fornitori e di terze parti in genere.

Nel classificare i diversi *stakeholders* sono state elaborate differenti concezioni e definizioni. La prima classificazione, elaborata da Freeman e Reed (1993), distingue gli *stakeholders* in due grandi categorie: gli *stakeholders* in senso allargato sono tutti quei soggetti che possono condizionare il raggiungimento degli obiettivi dell'istituto o che sono influenzati dal comportamento dell'impresa. Possono essere ricompresi i gruppi di interesse pubblico, le associazioni di categoria, i gruppi di protesta, le imprese concorrenti, i sindacati, le comunità locali, e via dicendo. *Stakeholders* in senso proprio sono invece quei soggetti da cui l'impresa dipende per la sua sopravvivenza futura: vi rientrano i lavoratori, i clienti, alcuni fornitori strategici, gli azionisti, gli istituti di credito e chi in genere ha un ruolo fondamentale per l'impresa. Il *manager* è tendenzialmente disposto ad accettare la tutela degli *stakeholders* in senso proprio mentre trova difficoltà ad accettare la concezione allargata di *stakeholder*, ancorché nel formulare la strategia aziendale non possano essere trascurati gli interessi di chi può condizionare il raggiungimento dei propri obiettivi.

In un secondo filone, Clarkson (1994) ha classificato gli *stakeholders* in relazione alla intensità della relazione che sussiste con l'azienda. Vengono considerati primari i soggetti senza la cui continua partecipazione l'impresa non può operare e conseguentemente sopravvivere (vi rientrano azionisti ed investitori, clienti, fornitori, Stato ed amministrazioni locali). Sono invece secondari, i soggetti che possono influenzare o condizionare l'impresa o ne sono influenzati o condizionati, pur non avendo un ruolo essenziale per la sopravvivenza dell'impresa stessa (vi rientrano ad esempio i media, i gruppi di interesse). Altra classificazione, sempre di Clarkson, ha

voluto distinguere gli *stakeholders* in volontari ed involontari. I primi sono quei soggetti che consapevolmente assumono un interesse nei confronti dell'impresa e quindi il rischio di non ottenere un adeguato ritorno rispetto al contributo fornito (sono ricompresi i portatori di capitale di rischio, i prestatori di denaro, i lavoratori, i clienti e i fornitori). Involontari sono invece gli *stakeholders* che sono esposti inconsapevolmente al rischio di essere danneggiati o avvantaggiati dall'attività di un'impresa (vi rientrano, ad esempio, lo Stato e la collettività locale).

Un'ultima classificazione (Carroll e Nasi - 1997) distingue fra *stakeholders* interni all'impresa (lavoratori, azionisti e *manager*) ed esterni all'azienda (consumatori, fornitori, concorrenti, Stato, media e collettività in genere).

Secondo l'analisi operata dallo Stanford Institute, gli *stakeholders* chiave sono gli azionisti, i *managers*, i dipendenti, i clienti, i fornitori, i creditori e la collettività.

Oltre alle considerazioni sopra espresse, appare comunque opportuno fornire alcune esemplificazioni dei ruoli ricoperti dai vari *stakeholders*.

Nell'economia capitalistica, l'azionista è il proprietario dell'impresa, ma non per questo è il soggetto che la controlla. Anzi-tutto, diverse sono le tipologie di azionisti (di maggioranza e di minoranza, finanziari ed industriali).

Azionista di minoranza finanziario è colui che investe con l'obiettivo di trarre un beneficio economico attraverso un flusso di dividendi e/o attraverso la crescita del valore del proprio investimento. La visione di breve periodo va a privilegiare la crescita di valore dell'investimento ("*capital gain*"). Quella di medio periodo presta maggiore attenzione al flusso dei dividendi.

L'azionista di minoranza, che investa in un'impresa quotata, può affidarsi ad investitori istituzionali (fondi di investimento, fondi pensione, ecc.), i quali sceglieranno i titoli in una logica di tutela dell'azionista. La presenza di investitori istituzionali nel capitale di società quotate costituirà poi una sorta di garanzia anche per i singoli investitori, in quanto invoglia i *manager* a porre in essere politiche di

tutela degli azionisti di minoranza, nell'eventualità di nuove richieste di risorse al mercato finanziario. Quando l'impresa non è quotata, l'azionista di minoranza cercherà di tutelare la propria posizione prevedendo – fin dall'inizio – una via per la dismissione del proprio investimento (“*way out*”), data la sostanziale impossibilità di influenzare le decisioni manageriali.

Diverso è il caso dell'azionista di minoranza industriale. Egli parte dal presupposto di conoscere il mercato in cui va ad investire e si muove spinto da logiche di condivisione del rischio, anche quello connesso ad alleanze con *partners* strategici (accordi commerciali, svolgimento comune di processi produttivi, ecc.). Generalmente, un tale investitore si tutela attraverso accordi parasociali, che consentano qualche forma di controllo sull'operato del *manager*.

L'azionista di maggioranza finanziario, è in grado di controllare l'impresa, disponendo dei necessari voti assembleari. Nomina (revo-ca) gli amministratori, fornisce le linee guida della gestione, determina la strategia dell'impresa.

Classici esempi di tale genere di investitore sono le banche d'affari, i fondi di *venture capitalist* e di *private equity*, il cui obiettivo è valorizzare l'investimento sì da trarre il massimo beneficio dal suo trasferimento a terzi. Prevale in questo caso una visione speculativa, che generalmente non si riscontra con il caso dell'azionista di maggioranza industriale, il cui obiettivo è quello di partecipare ad un progetto di ampio respiro, trasferendo la propria cultura d'impresa ed il proprio modo di fare alla partecipata.

Azionisti portatori di altri interessi possono essere i dipendenti, i quali – come azionisti di minoranza – possono avere un ruolo di compartecipazione nella gestione dell'azienda. A sua volta lo Stato, il quale è spesso intervenuto con quote di maggioranza, con l'obiettivo di tutelare gli interessi della collettività, e garantire la fornitura di servizi sociali.

Accanto agli azionisti di vario tipo si pone la figura del *management*, spesso talmente forte da dominare gli stessi azionisti. Soggetto deputato alla conduzione (non di rado senza controlli immediati) del-

la vita aziendale, la sua forza può essere più o meno mitigata, in relazione alla possibilità/percorribilità della sua rimozione.

Naturalmente assai forti sono le interazioni fra impresa e lavoratori. Con il passare degli anni si è accresciuta la integrazione con conseguente tutela della salute, leggi sulla sicurezza sul lavoro, incentivi ai meritevoli, e così via. Inoltre, sempre più forte è la tendenza a coinvolgere i lavoratori nel processo decisionale: la presenza di rappresentanze sindacali anche negli organi sociali dell'impresa (è il caso della Germania) è un esempio di tale orientamento.

Numerosi sono poi, come abbiamo visto, i soggetti che – per diverse ragioni – interagiscono con la vita dell'impresa, pur non facendone direttamente parte.

Abbiamo in primo luogo i fornitori, che contribuiscono al ciclo produttivo e che ricercano una integrazione con l'impresa, che non si limiti al mero rapporto di mercato, ma porti anche a stringere collaborazioni in un'ottica di progetti comuni, capaci di far crescere tutti i soggetti coinvolti (ricerca di nuovi prodotti, di nuove tecniche produttive, di materiali alternativi, ecc.).

Contrapposti all'impresa, vengono generalmente visti i clienti: oggi invece tale contrasto è superato da una tendenza alla fidelizzazione del cliente, attraverso piani di *marketing*, nonché ricerche e studi volti ad individuare le necessità del cliente, il quale – grazie anche ad una maggiore capacità di informazione – è diventato più attento e condiziona, magari tramite l'associazionismo (abbastanza conosciuto è quella dei consumatori), le decisioni delle imprese. L'importanza del ruolo dei clienti è strettamente connessa con la tipologia di bene offerto, con le caratteristiche del mercato, nonché con il ruolo dello Stato.

Chiunque operi sul mercato non può prescindere dal comportamento delle imprese concorrenti: tra le quali esiste un contrasto di interessi, così come può tra esse sussistere comunanza di interessi (accordi di settore, infrastrutture comuni, ecc.). Ogni concorrente può influenzare il processo decisionale delle altre imprese ed essere a sua volta influenzato. Il livello di influenza potrà essere più o meno ele-

vato – in relazione alla tipologia di prodotto e alla tipologia di mercato – e portare ad accordi (o contrasti) più o meno ampi.

Il ricorso a capitali di terzi (finanziatori) è un passaggio necessario nella vita dell'impresa. Nell'analizzare il rapporto banca-impresa si scopre che il potere dell'ente finanziatore di influire sulle decisioni dell'impresa è tendenzialmente ridotto, allorché elevato è il suo potere di monitoraggio e di intervento (recupero del credito) in caso di crisi.

L'impresa opera sempre più a diretto contatto con le istituzioni. L'influenza dello Stato sulle decisioni delle imprese è elevato, anche solo attraverso l'attivazione della leva fiscale. A livello monetario, poi, la Banca centrale, oggi europea, può influire sul comportamento delle imprese. Infine, le Autorità indipendenti (antitrust, dell'energia, delle comunicazioni sociali, ecc.) possono spesso delimitare i confini decisionali delle imprese.

Le potenzialità di conflitto fra i diversi soggetti – che a diverso titolo – entrano in contatto con l'impresa sono diverse.

Da un lato l'impresa e gli interessi degli azionisti, dall'altro i terzi e gli interessi degli *stakeholders*. La prevalenza di alcuni interessi sugli altri dipende dal contesto in cui l'impresa opera, dalle caratteristiche dell'impresa stessa, nonché dal particolare momento in cui l'azienda si viene a trovare.

Le soluzioni, a questo riguardo, variano a seconda che venga privilegiato il punto di vista dell'azionista (*shareholders' approach*) ovvero quello di tutti i soggetti che operano – a diverso titolo – nell'impresa (*stakeholders' approach*). Le differenze fra i due approcci possono così sintetizzarsi.

Per lo *shareholders' approach*, obiettivo dell'impresa è creare valore per gli azionisti, grazie al raggiungimento di efficienza produttiva, allocativa e dinamica. Il *manager* ha il dovere di gestire l'impresa nell'interesse degli azionisti, sapendo che se il valore dell'impresa aumenta ne beneficiano di riflesso anche i non azionisti. La diversità di obiettivi fra azionista e *manager*, pone il problema di un rafforzamento del potere di controllo sul comportamento dei *manager*, i qua-

li – grazie all’asimmetria informativa di cui dispongono – godono di una posizione privilegiata e spesso insindacabile.

Questa visione – basata sulla massimizzazione del valore – porta spesso ad una concentrazione sul breve periodo (*short termism*), con conseguente ostacolo a progetti e a piani di investimento di ampio respiro.

Diversa è la visione (*stakeholders' approach*) secondo la quale l’impresa deve perseguire gli obiettivi tanto degli azionisti, quanto degli altri *stakeholders*. È una visione di lungo periodo, in cui gli *stakeholders* sono più tutelati ed incentivati a realizzare piani di ampia portata. Spesso, tuttavia, la mancanza di univocità fra gli obiettivi degli *stakeholders* porta a non riconoscere le priorità da perseguire con conseguenti *performance* insoddisfacenti.

L’impresa non può ignorare gli interessi delle diverse categorie di *stakeholder* per lungo tempo, perché poi detti soggetti possono porre in essere azioni volte a danneggiare la vita dell’impresa stessa e quindi il benessere dei portatori di interesse.

Nell’ottica dello *stakeholder model* risultano criticabili anche le politiche di *governance* che puntino ad un allineamento degli interessi del *management* e degli azionisti, se queste avvengono a scapito degli altri *stakeholder*. La teoria basata sugli *stakeholder* descrive l’impresa come un sistema di portatori d’interessi specifici che opera entro un sistema istituzionale, la comunità locale, che fornisce le “infrastrutture” legali ed economiche (il mercato) necessarie per le attività aziendali (Clarkson, 1994). L’impresa deve creare valore per tutti i suoi *stakeholder* e non per fornire solo un ritorno economico agli azionisti, ma per servire un obiettivo sociale più ampio (Blair, 1995). Tale modello ritiene l’impresa come una comunità con obblighi nei confronti dei diversi portatori di interessi, che deve operare con un’ottica di medio-lungo periodo volta al consolidamento della propria posizione competitiva e strategica e ad assicurarne la continuità, con l’obiettivo di considerare i diversi soggetti che interagiscono, in relazione alle loro attese non solo economiche, ma anche sociali e psicologiche ad esempio.

Pur riconoscendo l'importanza della relazione fra azionisti e *management*, questo modello non la ritiene l'unica: tutte le azioni intraprese devono riflettersi in un beneficio per tutti gli *stakeholder*, secondo una visione socialmente responsabile dell'impresa: l'obiettivo di un modello di *governance* efficace dovrebbe essere quello di massimizzare l'intero potenziale di creazione di valore dell'impresa, considerata nella sua completezza (Blair), agendo in modo etico. Secondo questo approccio, la definizione di *corporate governance*, intesa come sistema di diritti, processi e controlli istituiti internamente ed esternamente nei confronti della gestione di un'organizzazione formale al fine di salvaguardare gli interessi di tutti gli *stakeholder*, appare la più corretta (Lannoo, 1995).

4. ALCUNE CONSIDERAZIONI FINALI

Nel concludere le riflessioni qui riportate, dalle diverse definizioni di *corporate governance* riscontrabili nella realtà, si osserva come l'enfasi venga posta, da una parte, sulla struttura e organizzazione dell'impresa e sulla conduzione della stessa (con la conseguenza che la *corporate governance* – come contrazione di *corporate structure and governance* – è rivolta alle problematiche connesse ai rapporti reciproci fra investitori, amministratori e revisori) e, dall'altra parte, la *corporate governance* venga definita come un sistema attraverso cui le imprese sono dirette e controllate. In questo senso, fra i compiti correlati alla *corporate governance* rientrerebbero la formulazione di strategie di lungo periodo, le decisioni di natura operativa, il monitoraggio continuo e la supervisione dei risultati del *management*, nonché la responsabilità. Assume pertanto rilevanza sia la gestione dell'impresa, affidata all'attività dei *manager*, sia il controllo sull'amministrazione. Ancora si trovano definizioni di *corporate governance* come sistema di strutture organizzative, di operazioni e controlli, finalizzato al conseguimento di obiettivi, non solo strettamente legati all'impresa, ma anche alla realizzazione di politiche di lungo periodo, alla cura degli interessi dei lavoratori, alla considera-

zione delle esigenze dell'ambiente e della comunità locale (in termini sia di effetti fisici sia di interazione culturale), nonché dei rapporti fra l'impresa e chi vi interagisce, il tutto nel rispetto dei limiti imposti dalla legge e dai regolamenti che disciplinano l'attività. Si è di fronte a diverse accezioni di *corporate governance*, formulate da teorie che risentono del più ampio contesto sociale in cui vengono elaborate.

Come abbiamo visto, in letteratura è diffusa un'impostazione tra due principali modelli di *corporate governance*, distinti con riferimento al differente modo di concepire la separazione fra proprietà e controllo. In conseguenza di ciò, anche dal punto di vista organizzativo-societario, si possono osservare due modelli di impresa:

- nel modello "*outsider system*", definito anche "*market-oriented*", l'impresa tipica è la *public company*, dove prevale la struttura proprietaria diffusa (è il caso delle società quotate); il mercato rappresenta quindi il sistema principale per regolare i conflitti fra azionisti e *manager*, i quali vengono monitorati e sanzionati dal mercato, grazie alla possibilità di continui cambiamenti di proprietà. Tale modello è tipico dei paesi anglosassoni in cui, vigente un sistema di *common law*, il livello di protezione degli azionisti ma anche dei finanziatori è elevato. In tale accezione prevale il cosiddetto "*one-tier system*", dove vi è un solo organo di governo, con funzioni di gestione dell'azienda e di monitoraggio della stessa gestione: il *board of directors*. In questa struttura il *board* è influenzato dagli *executive directors*, che sono espressione del potere manageriale e dai non *executive directors*, che tendenzialmente sono espressione degli azionisti. È il modello organizzativo tipico delle realtà anglosassoni (ancorché – con differenti aspetti – venga riscontrato in altri paesi europei).
- Nel modello "*insider system*", detto anche "*bank-oriented*", la proprietà è ristretta ed il potere decisionale è fortemente concentrato in un cosiddetto "nocciolo duro" di azionisti, costituito da una o poche entità a carattere bancario (grazie ad

un sistema relazionale) o familiare. Il sistema ruota intorno alle relazioni fra Stato, imprese e sistema bancario. In questo tipo di modello, il mercato finanziario non è particolarmente efficiente, poiché vi è una forte presenza delle banche nel capitale delle imprese, nonché nei loro processi decisionali. In sintesi la quota di proprietà diffusa sul mercato è relativamente bassa. È il modello presente nella maggior parte dei paesi europei continentali, Germania, Svizzera, Austria, Francia e Italia, anche se – nel nostro Paese – con peculiarità differenti (vista la struttura proprietaria chiusa). In tale approccio è il “*two-tier system*” a prevalere, con una separazione fra potere di gestione e potere di controllo sulla gestione. Dette funzioni sono affidate a due organi separati, con compiti e responsabilità distinte: da un lato il *supervisory board*, che non ha poteri esecutivi, ma ha la funzione di nominare, controllare e revocare il *management board*, che invece è investito della responsabilità gestionale (è il modello tipico dell’area tedesca). È un modello, con alcune differenze, presente anche in altri paesi europei (Francia ed Italia ad esempio), che rende la struttura ibrida rispetto ai due sistemi sopra delineati.

In considerazione di quanto sopra illustrato, ancorché non vi possa essere un modello unitario organizzativo, l’obiettivo che comunque un sistema di *corporate governance* deve perseguire è quello dell’efficienza e dell’efficacia, che si può tradurre in un concetto più generale di creazione di valore per tutti i soggetti che operano in un’impresa e di riflesso per il sistema in senso lato. La creazione di valore passa necessariamente attraverso la definizione della nozione di valore. Ci si può trovare di fronte infatti a diverse tipologie di valore (Tarallo, 2000): (i) valori tangibili (legati alla sfera della razionalità, come quelli economici) e valori intangibili (riferibili alla sfera della soggettività, come i valori culturali, sociali, psicologici); (ii) valori collettivi (politici) e individuali; (iii) valori teorici e concreti e (iv) valori attuali e futuri.

Nel momento in cui si deve porre a confronto l'organizzazione di un'impresa con il sistema economico in cui la stessa agisce, non si può prescindere dal fatto che l'impresa debba essere vista come strumento di creazione di valore e quindi si può affermare che creare valore significa aumentare la dimensione del capitale economico di un'impresa, nell'interesse e nel rispetto di quanti – a diverso titolo – interagiscono con l'impresa stessa e del contesto in cui opera. Una buona *governance* è importante al fine di contribuire alla creazione di valore per l'impresa nel lungo periodo, passando attraverso una molteplicità di fattori, che gli investitori considerano nel formulare le proprie decisioni di investimento.

APPENDICE: I PRINCIPI DI GOVERNO SOCIETARIO SECONDO L'OCSE

1. I PRINCIPI GENERALI ¹⁶

Nella ricerca di individuare un buon sistema di *corporate governance* la scelta operata è stata quella di ricorrere a sistemi di *self-regulation*, partendo dal presupposto che l'adozione di regole di funzionamento non sia obbligatoria, ma venga rimessa alla valutazione della singola impresa; impresa la quale però dovrà giustificare al mercato il perché della propria scelta di non adottare o di adottare parzialmente i principi indicati dai cosiddetti codici di autodisciplina proposti nei vari Paesi, che possono differire di Paese in Paese proprio al fine di tenere conto delle diverse circostanze giuridiche, economiche e culturali, ancorché ispirati a principi comuni.

Detti principi infatti sono destinati a favorire il miglioramento dell'assetto giuridico, istituzionale e regolamentare per il governo societario e a offrire un orientamento e dei suggerimenti per le borse, gli investitori, le società e altre parti che svolgono un ruolo nel processo di sviluppo del buon governo societario.

Per lo sviluppo di pratiche di buona *governance*, è essenziale che i principi stessi siano concisi, comprensibili e facilmente accessibili alla comunità internazionale, senza voler sostituire iniziative in materia di governo societario predisposte da governi, da altri organismi pubblici o dal settore privato volte allo sviluppo di "pratiche eccellenti" più dettagliate.

Il governo societario dovrebbe essere uno degli elementi fondamentali per migliorare l'efficienza economica e la crescita e per au-

¹⁶ In allegato sono riportati i principi OCSE, proposti con proprio documento nel 2004, ed – ancora oggi – ritenuti un riferimento essenziale nella organizzazione di un buon governo societario.

mentare la fiducia degli investitori, garantendo adeguatezza e qualità nell'informazione esterna d'impresa, favorendo la riduzione dei costi di finanziamento, incentivando gli investimenti, anche in capitale umano, nonché processi di formulazione e attuazione delle strategie aziendali.

Il governo societario coinvolge un insieme di relazioni fra i dirigenti di una società, il suo Consiglio di amministrazione, i suoi azionisti e le altre parti interessate. Il governo societario definisce la struttura attraverso cui vengono fissati gli obiettivi della società, vengono determinati i mezzi per raggiungere tali obiettivi e vengono controllati i risultati. Un buon governo societario dovrebbe assicurare al Consiglio di amministrazione e ai dirigenti incentivi adeguati alla realizzazione di obiettivi in linea con gli interessi della società e dei suoi azionisti e dovrebbe facilitare un efficace controllo. La presenza di un efficace sistema di governo societario, per la singola impresa e per l'economia nel suo complesso, contribuisce ad assicurare un adeguato livello di fiducia, necessario al buon funzionamento dell'economia di mercato. Il risultato è di ridurre il costo del capitale e di incoraggiare le imprese a impiegare le risorse in modo più efficiente, stimolando così la crescita.

Il governo societario è solo una componente del più ampio contesto economico nel quale operano le imprese definito, ad esempio, dall'azione delle politiche macroeconomiche e dall'intensità della concorrenza nel mercato dei prodotti e dei fattori. L'assetto di governo societario dipende anche dal contesto giuridico, regolamentare e istituzionale nel quale l'impresa opera. Altri fattori, quali l'etica degli affari e l'attenzione delle imprese per le questioni ambientali e sociali rilevanti nelle aree in cui esse operano, possono incidere sulla sua reputazione e sui suoi risultati di lungo termine.

Nonostante siano molteplici i fattori che incidono sulla *governance* e sui processi decisionali delle imprese, i principi si concentrano soprattutto sui problemi di *governance* che derivano dalla separazione tra proprietà e controllo del capitale. Tuttavia, tali problemi non si limitano alla relazione azionisti/dirigenti, anche se essa rappresenta un elemento essenziale della *governance*. In alcune giurisdizioni, i

problemi di *governance* derivano anche dal potere di alcuni azionisti di controllo sugli azionisti di minoranza. In altri Paesi, i lavoratori dipendenti detengono diritti rilevanti, indipendentemente dal fatto che essi siano o meno azionisti. I principi devono quindi essere inseriti in un contesto più ampio che consideri l'equilibrio complessivo dei poteri e dei diritti. Alcuni altri aspetti collegati ai processi decisionali delle società, come la tutela dell'ambiente, la lotta alla corruzione e l'etica, sono presi in considerazione, ma vengono trattati generalmente in modo più analitico in altri documenti.

Il governo societario è influenzato dalle relazioni fra gli attori del sistema di *governance*. Gli azionisti di controllo, che possono essere singole persone, *holding* familiari, partecipanti a patti di azionisti o altre società che operano per il tramite di una *holding* o di partecipazioni incrociate, possono incidere notevolmente sul comportamento di una società. In alcuni mercati, gli investitori istituzionali, in qualità di azionisti, chiedono sempre più spesso che sia dato peso alle loro esigenze in materia di governo societario. Generalmente i singoli azionisti non sono interessati a esercitare i diritti di *governance*, ma sono fortemente interessati a ricevere un equo trattamento dagli azionisti di controllo e dai dirigenti. I creditori svolgono un ruolo importante in numerosi sistemi di *governance* e possono fungere da controllori esterni delle *performance* societarie. I lavoratori dipendenti e le altre categorie di *stakeholders* svolgono un ruolo rilevante contribuendo al successo nel lungo termine e ai risultati della società, mentre i governi stabiliscono l'assetto istituzionale e legale generale che disciplina il governo societario. Il ruolo di ogni singolo partecipante e le interazioni fra partecipanti differiscono notevolmente nei diversi Paesi. Tali relazioni sono in parte determinate dalle leggi e dalla regolamentazione e in parte dall'adeguamento volontario e soprattutto dalle forze del mercato.

Un fattore sempre più importante per le decisioni di investimento è il grado di rispetto dei principi di base del governo societario da parte delle società. Particolare rilievo è assunto dal rapporto fra le pratiche di governo societario e il carattere sempre più internazionale degli investimenti. I flussi internazionali di capitale consentono alle

società di accedere alle attività finanziarie di un *pool* di investitori ben più ampio. Perché i Paesi possano beneficiare appieno del mercato dei capitali mondiali e possano attrarre investimenti a lungo termine, le scelte di governo societario devono essere credibili, comprese chiaramente negli altri Paesi e devono aderire a principi riconosciuti a livello internazionale. Anche quando le società non dipendano principalmente da fonti estere di capitale, l'adesione a buone pratiche di governo societario aiuta ad accrescere la fiducia degli investitori interni, riduce il costo del capitale, assicura il buon funzionamento dei mercati finanziari e infine facilita l'accesso a fonti di finanziamento più stabili.

Non esiste un unico modello di buon governo societario. Tuttavia, le analisi realizzate nei vari Paesi hanno individuato alcuni elementi comuni che sono alla base di un buon governo societario, indipendentemente dal modello giuridico adottato (sistema monistico, dualistico o tradizionale).

Il documento OCSE identifica i seguenti principi per un buon governo societario e può essere così suddiviso nelle seguenti parti essenziali:

- obiettivi del governo societario
- diritti degli azionisti
- equo trattamento degli azionisti
- ruolo degli *stakeholder*
- informazione e trasparenza
- ruolo dell'organo amministrativo

Passiamo ora in rassegna i principali aspetti riferibili ai suesposti punti, caratterizzanti un buon governo societario.

2. OBIETTIVI GENERALI DEL GOVERNO SOCIETARIO

Il sistema di *corporate governance* dovrebbe favorire la trasparenza e l'efficienza dei mercati, attraverso una chiara definizione dei ruoli e dei compiti delle autorità preposte alla vigilanza del mercato stesso, alla sua regolamentazione, con l'obiettivo di garantire una

corretta applicazione delle norme e una suddivisione delle responsabilità degli enti preposti. Abbiamo quindi da una parte l'esigenza di un sistema giuridico, regolamentare e istituzionale appropriato ed efficace, al quale gli operatori possano affidarsi nel momento in cui agiscono sul mercato, attraverso relazioni contrattuali private. Dall'altra parte invece la necessità di meccanismi di autodisciplina, impegni volontari e pratiche di affari che sono il frutto delle circostanze, della storia e delle tradizioni proprie di ogni Paese. Stante questa duplice posizione, diventa fondamentale un coordinamento fra sistema legislativo e regolamentare e sistema di autodisciplina e norme volontarie, con la consapevolezza che – in relazione alle caratteristiche del sistema economico di riferimento – i pesi dei due sistemi si modificano.

Va inoltre evidenziato come il continuo evolversi del contesto produttivo, debba comportare il periodico adeguamento del sistema di governo societario.

Tutto ciò porta quindi ad evidenziare il fatto che l'impresa, come forma di organizzazione dell'attività economica, è un potente – se non il principale – motore della crescita del sistema. Diventa quindi responsabilità dei *policy makers* creare un sistema che sia flessibile in modo da rispondere alle esigenze delle società che esercitano attività in contesti molto diversi, e così facilitare il loro sviluppo e la creazione di valore, assicurando altresì una più efficiente distribuzione delle risorse.

Occorre non trascurare gli impatti che gli interventi possono avere sul funzionamento dei mercati, sulla struttura degli incentivi, sull'efficienza dei meccanismi di autodisciplina e sulla capacità di gestire i conflitti d'interesse sistemici.

In sintesi il sistema deve essere ispirato a mercati trasparenti ed efficienti, in modo da contribuire a meglio disciplinare chi partecipa al mercato stesso ed assicurare che essi rispondano del proprio operato.

Alla luce di tali considerazioni, il sistema legislativo deve far superare le imperfezioni del mercato, in modo che a tutte le parti sia consentito di proteggere i propri diritti.

Non si deve neppure arrivare ad un eccesso di regolamentazione, che potrebbe portare alla impossibilità di applicare la norma stessa, compromettendo la dinamica del mercato. In tal senso diventa necessario fare riferimento ad una analisi costi-benefici, così da coordinare la necessità di far rispettare in modo efficace le regole da un lato e la capacità delle autorità di scoraggiare comportamenti disonesti e di applicare efficaci sanzioni in caso d'infrazione dall'altro.

Il contesto legislativo di riferimento e la diversa natura delle fonti del diritto interessate portano a coinvolgere nella scelta del modello di governo societario diversi elementi, con rischi di sovrapposizioni e di conflitti, che potrebbero minare l'obiettivo di garantire un buon funzionamento del mercato.

Oltre al diritto societario in senso lato, vengono coinvolte aree quali la regolamentazione dei valori mobiliari, gli *standard* contabili e di revisione dei conti, il diritto fallimentare, il diritto dei contratti, il diritto del lavoro e il diritto tributario. Ciò comporta la necessità di distribuire fra le varie autorità responsabilità e competenze di vigilanza, di attuazione e di applicazione delle regole che disciplinano il sistema stesso e prevedere altresì un sistema di *governance* dell'istituzione preposta, ispirata a sua volta a logiche di trasparenza e di servizio dell'interesse generale (evitare conflitti di interesse, prevedere un controllo giurisdizionale, dotare l'istituzione di risorse economiche sufficienti, prevedere la presenza di personale altamente qualificato, così da garantire l'indipendenza della vigilanza e del controllo).

3. I DIRITTI DEGLI AZIONISTI

I principi OCSE prevedono che sia dovere dell'assetto del governo societario proteggere i diritti degli azionisti e garantire e facilitare l'esercizio dei diritti stessi associati alla proprietà delle azioni.

I diritti degli investitori connessi alla proprietà dell'azione sono molteplici: la libertà di disporre, il diritto a percepire gli utili, il diritto d'influire sulla vita sociale (attraverso la partecipazione alle deli-

berazioni assembleari), il diritto ad essere informato, il diritto a vedersi limitata la propria responsabilità patrimoniale.

Dal punto di vista pratico, però, non è pensabile un continuo confronto con gli azionisti, in quanto la vita aziendale richiede tempestività nelle decisioni. Pertanto, poiché l'azionariato si compone di singoli e di istituzioni con diversi interessi, obiettivi, orizzonti e capacità d'investimento, appare opportuno che la responsabilità della gestione delle attività della società non sia direttamente ed in ogni istante nelle mani di tutti gli azionisti. In via generale, la responsabilità delle decisioni strategiche ed operative è conferita al Consiglio di amministrazione e ad un gruppo di dirigenti composto da membri selezionati, motivati e, ove necessario, sostituiti dal Consiglio di amministrazione.

Resta però in capo agli azionisti il diritto d'influire sulla società attraverso in primo luogo l'elezione e/o la revoca degli amministratori nonché l'elezione degli organi di controllo, inoltre con l'approvazione o meno dei risultati conseguiti dalla società, con l'approvazione di operazioni di natura straordinaria o di quelle materie fondamentali che il diritto societario o gli statuti delle società rimettono al vaglio dei soci (modifiche statutarie, trasferimenti di beni, emissione di nuove azioni, concentrazioni, ecc.), anche al fine di evitare che dette operazioni possano essere utilizzate a fini diversi da quelli sociali.

Nell'ambito però del diritto di intervento del singolo azionista nella vita assembleare, fermo il diritto di informazione e di intervento, è plausibile che vengano poste delle limitazioni, attraverso regolamenti assembleari, che ne rendano efficiente il funzionamento e non portino ad un abuso del proprio diritto da parte dell'azionista.

D'altro canto, visto che l'intervento in assemblea è un momento basilare per l'azionista, è fondamentale che sia facilitata la possibilità di partecipare direttamente o indirettamente (per delega, attraverso videoconferenza, per posta) all'assemblea stessa.

L'OCSE si sofferma in modo particolare sul problema dell'elezione dell'organo amministrativo, quale diritto basilare dell'azionista. Al riguardo viene suggerito, per garantire l'efficacia

del procedimento di nomina, che l'azionista abbia la possibilità di designare i candidati alla carica di amministratore e di votare candidati individuali o diverse liste di candidati. Molti Paesi ad esempio hanno istituito i comitati di nomina, oppure hanno imposto la predisposizione di liste che tengano conto delle esigenze anche dei soci di minoranza. Viene prevista inoltre una adeguata informativa sulle caratteristiche professionali dei soggetti chiamati a svolgere il ruolo di amministratore, così come di rendere nota la politica di remunerazione degli amministratori, con particolare riguardo al rapporto fra remunerazione e risultato dell'impresa.

Ad esempio, l'ipotesi di remunerazione degli amministratori attraverso l'assegnazione di nuove azioni, dovrebbe ottenere il consenso dei soci per non provocare una diluizione della quota di capitale sociale a beneficio degli incentivi manageriali.

Nell'ambito dell'esercizio del diritto di voto, l'attenzione ricade altresì sui soggetti, che possono esercitare un livello di controllo sproporzionato rispetto all'ammontare della loro partecipazione alla società, grazie a strutture piramidali, a partecipazioni incrociate o ancora ad azioni con diritti di voto limitato o plurimo, in modo da ridurre la capacità di influenza degli azionisti minoritari sugli orientamenti strategici della società.

In questo ambito, i principi OCSE ricordano come i patti parasociali possano essere uno strumento diffuso che permetta a gruppi di azionisti, che individualmente detengono frazioni relativamente piccole del capitale totale, di agire di concerto così da costituire una effettiva maggioranza, o quanto meno un blocco rilevante di azionisti. Diversi sono i diritti connessi a detti patti parasociali: di solito chi partecipa al patto ha diritto di acquisire le azioni degli altri soggetti aderenti, che vogliono cedere la propria partecipazione. Altri patti possono vincolare ai partecipanti al patto la possibilità di cedere le proprie azioni per un determinato periodo. I patti parasociali possono inoltre riguardare questioni come le modalità di nomina dei membri del Consiglio di amministrazione o del suo presidente. I patti possono prevedere altresì l'esercizio concordato del diritto di voto da parte degli aderenti al patto.

In considerazione di quanto sopra, particolare attenzione viene posta sul monitoraggio dei patti parasociali, relativamente all'ambito di azione, alla durata e ai vincoli in tema di circolazione delle azioni, evidenziando la necessità di fornire al mercato informazioni circa l'esistenza di detti accordi, anche perché potrebbero trasformarsi in strumenti che di fatto impediscono l'acquisizione delle azioni (o del controllo della società) da parte di altri soggetti. Dispositivi contro le acquisizioni possono intralciare seriamente il funzionamento del mercato del controllo delle società, riducendo la flessibilità e l'efficienza del mercato.

Da ultimo i principi passano in esame il ruolo di azionista degli investitori istituzionali. Sempre più spesso infatti le azioni delle società sono detenute da investitori istituzionali, pertanto il ruolo svolto da questi può rappresentare un elemento discriminante.

L'attenzione viene posta in particolar modo sul fatto che venga prevista una pubblicità verso il mercato, delle scelte di voto degli investitori istituzionali, non solo come garanzia verso i risparmiatori che hanno investito in quella istituzione, ma anche per l'intero mercato, che – grazie alle competenze di chi gestisce l'investitore istituzionale – può avere un parametro per le proprie scelte.

Tale approccio aiuterebbe a migliorare l'efficacia e la credibilità dell'intero sistema di governo societario e dei meccanismi di vigilanza, con lo scopo comunque di assicurare un trattamento equo a tutti gli azionisti e non divulgare agli investitori istituzionali un'informazione che non sia comunicata contemporaneamente al mercato.

D'altro canto l'investitore istituzionale dovrebbe manifestare l'eventuale esistenza di conflitti d'interesse, che possono diventare particolarmente accentuati quando in realtà, l'istituzione che agisce a titolo fiduciario è una controllata o un'emanazione di un'altra istituzione finanziaria, in particolare di un gruppo finanziario integrato. O ancora quando i conflitti nascono da legami commerciali, per esempio nell'ambito di un contratto di gestione di fondi di una società in portafoglio, tali conflitti dovrebbero essere messi in luce e resi pubblici.

Un ultimo elemento da considerare, riguarda la possibilità di condividere le informazioni fra i vari azionisti, così da evitare che – nelle società ad azionariato diffuso – gli azionisti possano avere una quota di partecipazione al capitale troppo piccola per giustificare il costo dell’attivismo o per investire nel controllo dei risultati. Inoltre, nel caso in cui alcuni piccoli azionisti dedicassero effettivamente risorse ad attività di tale natura, altri ne trarrebbero beneficio senza accollarsi i corrispondenti costi (cosiddetti *free riders*). Da un lato quindi necessità di favorire l’attivismo degli azionisti.

Occorre tuttavia evidenziare come l’ammettere una cooperazione fra investitori possa anche portare ad una manipolazione dei mercati, favorendo così la possibilità di ottenere il controllo di una società sfuggendo alla regolamentazione sulle acquisizioni. Inoltre, la cooperazione può diventare anche un mezzo per eludere il diritto della concorrenza.

4. EQUO TRATTAMENTO DEGLI AZIONISTI

I principi OCSE partono dalla considerazione che un buon governo societario debba garantire un equo trattamento a tutti gli azionisti. Per poter raggiungere tale scopo diventa necessario che all’azionista venga riconosciuta la possibilità di disporre di efficaci rimedi giuridici, in caso di violazione dei propri diritti.

Fondamentale per il buon funzionamento del mercato finanziario è la fiducia degli investitori nella tutela dei capitali da loro forniti da ogni abuso o indebita appropriazione da parte di chi gestisce la società (amministratori, dirigenti o azionisti di controllo).

L’OCSE evidenzia come nella creazione di un sistema di tutela degli azionisti occorra distinguere fra diritti *ex ante* e diritti *ex post* degli azionisti. Nei diritti *ex ante* rientrano gli strumenti che limitano la libertà dell’organo amministrativo e dell’azionista di controllo (ad esempio il diritto d’opzione, le maggioranze qualificate nel voto), nei diritti *ex post* vanno ricompresi gli strumenti per portare ad una riparazione – in caso di violazione – dei diritti riconosciuti agli azionisti

(azione di responsabilità verso gli amministratori). Occorre comunque evitare che ricorsi abusivi nei confronti dell'organo amministrativo, generino un numero eccessivo di controversie davanti all'autorità giudiziaria, bloccando così la normale attività della società. Anche in questo caso è essenziale trovare un equilibrio fra la possibilità degli investitori di esperire ricorsi per la violazione dei loro diritti di azionisti e la necessità di evitare un numero eccessivo di controversie (spesso si ricorre a procedure arbitrali, che permettono di comporre in modo efficace le vertenze).

Va evidenziato come i vari sistemi prevedono la possibilità di emettere azioni di diversa natura, con diritti di voto limitati a fronte di privilegi nella distribuzione degli utili dell'impresa (cosiddette azioni privilegiate), oppure azioni senza diritto di voto (o certificati di partecipazione), che presumibilmente saranno scambiate a prezzi diversi rispetto alle azioni che conferiscono un diritto di voto (pensiamo ad esempio alle azioni di risparmio, previste nella normativa italiana).

Ciò porterebbe a superare il concetto generalmente accettato di "un'azione un voto". Diventa essenziale che l'investitore sia informato sul diritto di voto spettante prima di investire e che una volta effettuato l'investimento, non possa essere modificato senza il consenso della categoria di azionisti interessata.

Di fronte al fatto che molte società quotate hanno un azionista di controllo (sebbene ciò possa limitare i problemi di agenzia mediante uno stretto controllo della gestione), il rischio di abuso diventa notevole quando vi è la possibilità (consentita dalla legge o accettata dal mercato) che gli azionisti di controllo esercitino un controllo non commisurato ai rischi corrispondenti alla partecipazione azionaria, traendo vantaggio da meccanismi giuridici che consentono di separare la proprietà dal controllo, come nel caso delle strutture piramidali o dei diritti di voto plurimo.

Molteplici sono i possibili abusi cui si può assistere: benefici privati per l'azionista di controllo, elevate retribuzioni o premi per i membri della famiglia o altre persone ad essa legate, transazioni con parti correlate, decisioni commerciali sistematicamente distorte op-

pure modifiche della struttura del capitale ottenute tramite emissioni speciali di azioni che favoriscano l'azionista di controllo.

In primo luogo la trasparenza diventa elemento chiave della tutela degli azionisti di minoranza, in secondo luogo una chiara definizione del dovere di lealtà degli amministratori nei confronti della società e dell'insieme degli azionisti.

Per limitare il rischio di abusi da parte dell'azionista di controllo, diventa necessario che il sistema preveda ad esempio la possibilità di agire giudizialmente nei confronti dell'amministratore oppure la possibilità di uscire dalla società in forza di valori determinati da soggetti indipendenti dalla società stessa.

L'OCSE procede poi ad analizzare il ruolo delle istituzioni finanziarie depositarie di azioni nell'esercizio del diritto di voto delle stesse azioni depositate. Spesso l'istituzione finanziaria depositaria si trova ad essere in potenziale conflitto d'interesse con la società nella cui assemblea deve votare (si pensi ad esempio ad azioni possedute da un singolo azionista in un Istituto di credito, presso cui le stesse azioni sono depositate). Se il depositario interviene in assemblea, il voto dovrebbe essere espresso sulla base delle indicazioni dell'azionista e non sulla base delle esigenze del depositario. Il depositario dovrebbe pertanto fornire all'azionista tutte le informazioni possibili per consentirgli di esercitare il proprio diritto di voto, rappresentando altresì le possibili posizioni conflittuali che lo stesso depositario ha.

Nell'ambito dell'esercizio del diritto di voto, l'OCSE raccomanda altresì che vi sia facilità nelle modalità di esercizio del voto stesso, in particolar modo per quanto riguarda l'investitore straniero, che spesso si trova a detenere le azioni tramite catene di intermediari, o ancora per quanto riguarda la possibilità di dare delega di voto, spingendosi perfino a suggerire il ricorso al voto elettronico a distanza.

Nell'ambito dell'equo trattamento degli azionisti rientra un tema sicuramente rilevante, come quello dell'*insider trading* e delle operazioni in conflitto d'interesse. L'OCSE ritiene che detta tipologia di operazioni debba essere vietata, affinché si possa parlare di buon governo societario, in quanto tali tipologie di operazioni contravvengo-

no al principio dell'equo trattamento degli azionisti. È chiaro ed evidente infatti che l'*insider trading* è una manipolazione dei mercati finanziari, per cui tale pratica è spesso preclusa dalla regolamentazione dei valori mobiliari e dal diritto (in particolar modo penale) vigente nella maggior parte dei Paesi dell'OCSE, anche se non sempre trova una forma di repressione energica. Parimenti un'operazione si considera in conflitto d'interesse qualora vi sia un soggetto che abbia stretti legami con una società (compreso un azionista di controllo) e che ricavi un interesse personale da tali legami a scapito della società e dei suoi investitori.

Da ciò deriva l'obbligo generalmente previsto per gli amministratori di informare gli organi preposti di qualsiasi speciale relazione, economica, familiare o di altro genere, esterna alla società, che potrebbe influenzare il loro giudizio circa una particolare operazione o questione che riguarda la società stessa. Quando un interesse rilevante viene dichiarato, deve essere altresì buona pratica che il soggetto interessato non sia coinvolto in alcuna decisione connessa con tale tipo di operazione.

5. IL RUOLO DEGLI *STAKEHOLDER* NEL GOVERNO SOCIETARIO

La parte di documento OCSE, dedicata al rispetto degli interessi degli *stakeholder* e alla loro partecipazione alla vita sociale, rappresenta forse un elemento innovativo, che non sempre trova così aperto riferimento nei codici di autodisciplina dei Paesi aderenti.

L'OCSE ritiene che l'assetto del governo societario debba riconoscere i diritti degli *stakeholder* previsti dalla legge o da mutui accordi, nonché incoraggiare un'attiva cooperazione fra le imprese e tali soggetti, con l'obiettivo di creare ricchezza, posti di lavoro e assicurare lo sviluppo durevole di imprese finanziariamente solide.

Secondo questa impostazione, il governo societario deve preoccuparsi di tutte le differenti categorie di *stakeholder*, così da attuare investimenti ottimali dal punto di vista economico nel capitale umano e materiale dell'impresa. Viene richiamata l'attenzione delle im-

prese sul fatto che debba essere riconosciuto che i contributi dei vari *stakeholder* rappresentano una risorsa preziosa per costruire imprese competitive e redditizie. Il riconoscimento e la tutela degli interessi degli *stakeholder* vanno a beneficio della crescita di lungo periodo dell'impresa.

Nei Paesi OCSE, i diritti degli *stakeholder* sono sanciti per legge o tramite rapporti contrattuali (per esempio nel diritto del lavoro, nel diritto societario, nel diritto commerciale e fallimentare). In tale ambito il quadro normativo e le procedure giuridiche dovrebbero essere trasparenti, senza ostacolare la possibilità per gli stessi *stakeholder* di comunicare e di disporre di efficaci rimedi giuridici in caso di violazione dei loro diritti.

L'OCSE suggerisce che vi sia una partecipazione dei dipendenti al governo societario ed in questo ambito che un sistema di partecipazione alle *performance* dell'impresa possa assicurare alle imprese vantaggi diretti e indiretti grazie all'attitudine e alle competenze dei dipendenti stessi (esempi di coinvolgimento dei dipendenti si hanno nel caso di nomina di rappresentanti dei dipendenti nel Consiglio di amministrazione, nel caso di creazione di comitati aziendali).

I meccanismi tradizionalmente adottati per migliorare le *performance* sono i piani di azionariato dei dipendenti e gli schemi di partecipazione agli utili. Molte volte tale meccanismo di incentivazione porta alla creazione di un fondo di gestione indipendente (in questo caso gli amministratori del fondo dovrebbero essere indipendenti dalla direzione della società e gestire il fondo nell'interesse di tutti i beneficiari).

Il coinvolgimento degli *stakeholder* nel governo societario comporta che vi sia una adeguata informativa, tempestiva e periodica, in modo che gli stessi possano adempiere con responsabilità ai propri compiti. Parallelamente dovrebbe esserci la possibilità di comunicare da parte degli *stakeholder* con gli amministratori, senza che ciò provochi effetti pregiudizievoli per la società da una parte, né dall'altra possa compromettere gli interessi derivanti da tale iniziativa.

Particolare attenzione dovrebbe poi essere riservata ad un'altra categoria di *stakeholder*, quali i creditori sociali, in modo che venga

garantito un efficace sistema di tutela dei diritti dei creditori in caso di insolvenza della società. In questo ambito rientra la normativa in materia fallimentare, che ha l'obiettivo di tutelare proprio la categoria dei creditori, che spesso – per una ridotta comunicazione sullo stato finanziario della società – si vedono coinvolti in situazioni di crisi, di difficile soluzione.

6. INFORMAZIONE E TRASPARENZA

Secondo l'OCSE, obiettivo di un buon assetto di governo societario dovrebbe essere quello di assicurare una tempestiva e accurata informazione relativamente a tutte le questioni rilevanti per la vita della società, comprese la situazione finanziaria, le *performance*, gli assetti proprietari, e la *governance* della società stessa.

Tanto per le imprese quotate quanto per quelle non quotate, è previsto che le società forniscano informazioni e diffondano notizie presso una larga fascia di utenti. Ad esempio nel caso dell'Italia, la pubblicità di queste informazioni è generalmente richiesta con una periodicità almeno annuale (si pensi al bilancio di esercizio) o con periodicità trimestrale (si pensi alle relazioni delle società quotate), e perfino più frequentemente qualora si tratti d'informazioni che riguardino fatti rilevanti che coinvolgono l'impresa.

Un sistema di diffusione dell'informazione, che favorisca una vera trasparenza, rappresenta un principio fondamentale della sorveglianza delle società tramite meccanismi di mercato e condiziona la capacità degli azionisti di esercitare con piena cognizione di causa i propri diritti. La diffusione dell'informazione può diventare anche uno strumento per influire sul comportamento delle società e così tutelare gli investitori, oltre – ad esempio – a consentire di meglio attrarre i capitali e a conservare la fiducia sui mercati finanziari.

La mancanza invece di canali informativi adeguati può avere l'effetto di favorire comportamenti contrari all'etica, così come di incidere in modo negativo sull'integrità dei mercati, a discapito della

società e dei suoi azionisti, ma anche dell'economia nel suo complesso.

Elementi fondamentali sono pertanto la regolarità nei flussi informativi, l'affidabilità e la comparabilità delle informazioni, così da poter valutare la gestione della società e prendere decisioni informate sulla valutazione e sull'investimento nella società e sull'esercizio dei corrispondenti diritti di voto.

La diffusione di informazioni non deve comunque mettere a rischio la posizione concorrenziale delle imprese, né diventare un eccessivo onere per la società che deve fornirle. Il criterio della "rilevanza" (informazioni la cui omissione o inesattezza potrebbe alterare le decisioni economiche prese da coloro che le utilizzano) potrebbe rappresentare il riferimento per stabilire quali informazioni fornire e quali invece mantenere riservate, onde evitare che vi siano differenti trattamenti fra i vari azionisti.

Nell'ambito dei principali strumenti di comunicazione, il bilancio rappresenta lo strumento più utilizzato, che consente di fornire i risultati finanziari ed operativi della società interessata, con la duplice funzione di consentire un adeguato monitoraggio della situazione dell'impresa e di fornire un supporto alla valutazione dei titoli. In tale ambito rientrano anche le informazioni sulle previsioni future dell'azienda, così da fornire un panorama completo della situazione. Le informazioni di bilancio devono essere fornite secondo *standard* di alta qualità, comunemente riconosciuti. Il bilancio inoltre deve essere sottoposto a controlli da parte di soggetti indipendenti e professionalmente qualificati (l'obbligo di revisione previsto per le società quotate e per la maggior parte delle società di capitali ha la funzione di certificare la rappresentazione veritiera e corretta delle informazioni ivi contenute, nonché di garantire ai terzi una rappresentazione veritiera e fedele della situazione finanziaria, economica e patrimoniale della società).

La società deve altresì trasmettere i propri obiettivi non solo commerciali, ma anche con riferimento all'ambiente, all'etica degli affari, alle politiche pubbliche, così da fornire ulteriori parametri di valutazione per gli investitori.

Altro elemento essenziale per gli investitori è conoscere la struttura proprietaria dell'impresa e come i diritti di voto vengono esercitati, rispetto a quelli di altri detentori di partecipazioni al capitale. Tale informazione coinvolge spesso i sistemi di controllo attraverso i patti parasociali, i diritti di voto speciali, il sistema delle partecipazioni incrociate, piuttosto che quello delle garanzie reciproche.

Sempre in una logica di trasparenza, occorre che sia fornita adeguata informativa sulla politica di remunerazione degli amministratori, nonché sulla qualificazione e sulla professionalità degli stessi. In questo ambito appare opportuno che l'informativa riguardi anche la partecipazione al capitale della società, l'appartenenza al Consiglio d'amministrazione di altre società (rischio di eventuali conflitti di interesse o di interdipendenza fra Consigli di amministrazione) e se sono considerati dal Consiglio come membri indipendenti (in molti Paesi viene imposto che la maggioranza del Consiglio di amministrazione sia costituita da membri indipendenti).

Sull'aspetto remunerazione degli amministratori, l'attenzione deve essere posta sul legame tra remunerazione e risultati dell'impresa, nonché sul contributo ai risultati dell'impresa dei meccanismi d'incentivazione, come le *stock option*.

Attraverso l'informazione circa operazioni con parti correlate, il mercato può conoscere se la società sia gestita tenendo debitamente conto degli interessi dell'insieme degli investitori. Diventa essenziale informare il mercato se le operazioni sono state poste in essere a condizioni di mercato, ovvero a prezzi che sarebbero stati concordati fra imprese indipendenti per operazioni analoghe.

Altre informazioni che dovrebbero essere fornite coinvolgono i fattori di rischio significativi e ragionevolmente prevedibili per l'attività dell'impresa (ad esempio rischi propri del settore di attività o delle aree geografiche in cui l'impresa opera, dipendenza dalle materie prime, rischi di cambio e di tassi di interesse, rischi ambientali).

La diffusione di informazioni sulle strutture e sulle politiche di governo societario, nonché sulla ripartizione delle competenze tra azionisti, direzione e amministratori, rappresenta un ulteriore ele-

mento rilevante per permettere di valutare il governo societario di una determinata società.

Nell'ambito delle caratteristiche delle informazioni fornite dalla società, i revisori hanno la funzione di certificare che il sistema di rendicontazione adottato dalla società contribuisce a fornire una rappresentazione fedele della situazione dell'impresa, sulla base di procedure e modalità idonee alla struttura della società stessa.

Particolare attenzione viene altresì riservata alla indipendenza del revisore, il quale deve operare secondo regole deontologiche, in autonomia, senza vincoli di subordinazione anche indiretti. Inoltre il revisore deve rispondere nei confronti degli azionisti e del mercato per l'attività compiuta.

A completamento dell'aspetto informativo e trasparenza, l'OCSE raccomanda che i canali di diffusione dell'informazione consentano rapidità, efficacia e facilità di conoscenza. Inoltre auspica che vi sia oltre all'indipendenza del revisore anche l'indipendenza e l'autonomia professionale di chi fornisce analisi sulle *performance* di un titolo o classifichi le società stesse in base a *rating* di rischiosità, comunemente accettati.

7. LE RESPONSABILITÀ DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

L'assetto del governo societario deve assicurare la guida strategica della società, l'efficace monitoraggio della gestione da parte del Consiglio d'amministrazione e che il Consiglio di amministrazione risponda del suo operato alla società e agli azionisti.

Il sistema di funzionamento dell'organo amministrativo è differente fra i vari Paesi dell'OCSE. In alcuni casi, i Consigli di amministrazione hanno una struttura dualista dove viene separata la funzione di supervisione dalla funzione di gestione in organi distinti. Tali sistemi generalmente prevedono un "Consiglio di sorveglianza", composto da amministratori non esecutivi, e un "Consiglio di direzione", composto da amministratori esecutivi. In altri casi, il Consiglio di amministrazione ha una struttura invece monistica, che ricomprende

amministratori sia esecutivi sia non esecutivi. In altre situazioni, la normativa prevede che oltre al Consiglio di amministrazione via sia un ulteriore organo, che ricopra funzioni di controllo interno.

Nonostante le diverse forme organizzative, i principi proposti dall'OCSE hanno una portata generale, che consente di applicarli a qualsiasi organo, indipendentemente dalla struttura prescelta per il governo dell'impresa ed il controllo della gestione.

Fra i compiti del Consiglio d'amministrazione oltre alla direzione strategica, rientra anche il monitoraggio delle *performance* della direzione, assicurare agli azionisti un rendimento soddisfacente, prevenire i conflitti di interesse ed infine equilibrare le differenti esigenze concorrenti cui la società deve fare fronte.

Nella sua opera il Consiglio di amministrazione deve osservare e far osservare la normativa vigente in tutti i suoi ambiti, quale responsabile non solo nei confronti della società e dei suoi azionisti ma ha anche di tutti gli altri *stakeholder* (dipendenti, creditori, clienti, fornitori e enti locali), dovendo agire nel loro migliore interesse.

In relazione al diverso sistema economico di riferimento, il Consiglio d'amministrazione – fermo l'onere di dover agire nell'interesse della società – può trovarsi a dare un'enfasi diversa fra i vari soggetti che interagiscono con la società stessa (azionisti, dipendenti nonché pubblico interesse in senso lato).

Ci troviamo quindi di fronte al concetto di dovere fiduciario degli amministratori, che si estrinseca in due aspetti: l'obbligo di diligenza e l'obbligo di lealtà. L'obbligo di diligenza porta gli amministratori ad agire in modo informato, in buona fede, e con la dovuta cura e diligenza. L'obbligo di lealtà è di primaria importanza in quanto porta all'applicazione concreta di quanto previsto nei principi richiamati nel documento OCSE e che si concretizza nell'equo trattamento degli azionisti, nella sorveglianza sulle transazioni effettuate con parti correlate e nella definizione della politica di remunerazione dei dirigenti e dei membri del Consiglio di amministrazione.

Nell'adempimento dei propri doveri, gli amministratori indipendentemente dal soggetto che li ha nominati dovrebbero agire trattando con imparzialità tutti gli azionisti, senza rivestire il ruolo di rap-

presentanti di diversi gruppi d'interessi. Il rispetto di tale principio è fondamentale nell'ipotesi in cui vi siano azionisti di controllo che potrebbero, *de facto*, scegliere tutti gli amministratori.

Il Consiglio d'amministrazione è il garante del comportamento etico della società, non solo attraverso il proprio comportamento ma anche grazie al suo ruolo di gestore dell'intera società. Osservare *standard* etici elevati deve essere visto come un interesse di lungo termine della società, così da poter affermare la sua credibilità e la sua affidabilità in tutte le azioni (da qui l'elaborazione di codici di condotta e di codici deontologici).

I principi OCSE si soffermano sull'aspetto importante della capacità di giudizio del consiglio di amministrazione relativamente agli affari della società, secondo logiche obiettive ed indipendenti. Ciò comporta che vi sia indipendenza del consiglio d'amministrazione e conseguentemente che l'organo amministrativo sia composto da un numero sufficiente di amministratori indipendenti dalla direzione.

Diventa quindi necessario ripartire all'interno del Consiglio di amministrazione i poteri, in modo che vi sia una netta separazione fra amministratori esecutivi e quelli non esecutivi e le relative funzioni garantiscano adeguata indipendenza. Soprattutto laddove un azionista dominante possa esercitare considerevoli poteri sulla nomina del Consiglio e della direzione. Anche in questo caso comunque il Consiglio d'amministrazione conserva la propria responsabilità fiduciaria nei confronti della società e dell'insieme degli azionisti, compresi gli azionisti di minoranza.

La varietà nella struttura del Consiglio d'amministrazione, negli assetti proprietari e nella prassi nei vari Paesi, richiede differenti approcci in materia di obiettività del Consiglio d'amministrazione. Fondamentale è individuare il concetto di indipendenza dell'amministratore, che secondo l'OCSE va ricondotto al legame con la proprietà: se non sussistono legami economici o di influenza decisionale fra gli azionisti della società e l'amministratore, questi può essere considerato indipendente.

ALLEGATO ALL'APPENDICE

I. Assicurare le basi per un efficace governo societario

L'assetto di governo societario dovrebbe promuovere mercati trasparenti ed efficienti, essere coerente con la legge e articolare chiaramente la suddivisione delle responsabilità fra le diverse autorità preposte alla supervisione, alla regolamentazione e alla garanzia dell'applicazione delle norme.

A. L'assetto di governo societario dovrebbe essere elaborato tenendo conto del suo impatto sull'insieme dei risultati economici, sull'integrità del mercato sulla promozione di mercati trasparenti ed efficienti e sugli incentivi che crea per gli operatori dei mercati.

B. I requisiti giuridici e regolamentari che condizionano le pratiche di governo societario in una giurisdizione dovrebbero essere conformi alla legge, trasparenti e applicabili.

C. La suddivisione delle responsabilità fra diverse autorità in una giurisdizione dovrebbe essere chiaramente articolata e garantire il rispetto del pubblico interesse.

D. Le autorità preposte alla supervisione, alla regolamentazione e alla garanzia dell'applicazione delle norme dovrebbero avere il potere, l'integrità e le risorse per adempiere i loro doveri in modo professionale e obiettivo. Inoltre, le loro decisioni dovrebbero essere tempestive, trasparenti e motivate in modo esauriente.

II. Diritti degli azionisti e funzioni fondamentali associate alla proprietà delle azioni

L'assetto del governo societario dovrebbe proteggere i diritti degli azionisti e facilitarne l'esercizio.

A. I diritti basilari degli azionisti dovrebbero comprendere il diritto a: 1) metodi sicuri di registrazione della proprietà; 2) cedere o trasferire le azioni; 3) ottenere informazioni pertinenti e sostanziali sulla

società in modo tempestivo e con scadenze regolari; 4) partecipare e votare nelle assemblee generali degli azionisti; 5) eleggere e sostituire i membri del consiglio di amministrazione e 6) partecipare alla distribuzione degli utili della società.

B. Gli azionisti dovrebbero avere il diritto di essere sufficientemente informati e di partecipare alle decisioni concernenti cambiamenti societari fondamentali quali: 1) gli emendamenti agli statuti, agli atti costitutivi o ogni documento analogo che disciplina il governo della società; 2) l'autorizzazione all'emissione di nuove azioni e 3) le transazioni straordinarie, incluso il trasferimento di tutti o sostanzialmente tutti i beni che si traducono nei fatti nella vendita della società.

C. Gli azionisti dovrebbero essere in grado di partecipare in modo effettivo e di votare nelle assemblee generali degli azionisti e dovrebbero essere informati del regolamento di tali assemblee, comprese le procedure di voto. 1) Gli azionisti dovrebbero disporre in tempo debito di sufficienti informazioni concernenti la data, il luogo e l'ordine del giorno delle assemblee generali, così come di informazioni complete e tempestive concernenti le questioni che saranno decise in assemblea. 2) Gli azionisti dovrebbero, entro ragionevoli limiti, avere la possibilità di porre domande al consiglio di amministrazione, comprese quelle relative alla revisione contabile esterna, di proporre dei punti all'ordine del giorno e di proporre risoluzioni. 3) Dovrebbe essere facilitata l'effettiva partecipazione degli azionisti alle decisioni fondamentali concernenti il governo societario, quali la nomina e l'elezione dei membri del consiglio di amministrazione. Gli azionisti dovrebbero avere la possibilità di esprimere la loro opinione sulla politica di remunerazione dei membri del consiglio di amministrazione e dei principali dirigenti. La componente azionaria dei sistemi di compenso dei membri del consiglio e dei lavoratori dipendenti dovrebbe essere sottoposta all'approvazione degli azionisti. 4) Gli azionisti dovrebbero avere la possibilità di votare di persona o per delega, con lo stesso effetto.

D. Le strutture di capitale e i dispositivi che consentono ad alcuni azionisti di esercitare su una società un livello di controllo spropor-

zionato rispetto all'ammontare della loro partecipazione dovrebbero essere rese note.

E. I mercati del controllo societario dovrebbero poter funzionare in modo efficiente e trasparente. 1) Occorre definire chiaramente e rendere pubbliche le regole e le procedure che disciplinano l'acquisizione di una partecipazione di controllo sui mercati dei capitali nonché le operazioni straordinarie quali le fusioni e le cessioni di quote rilevanti di una società, per consentire agli investitori di conoscere i loro diritti e le loro possibilità di ricorso. Le transazioni devono avvenire a prezzi trasparenti e a condizioni eque, che tutelino i diritti di tutti gli azionisti, secondo la classe alla quale appartengono. 2) I dispositivi di difesa contro le acquisizioni non devono essere impiegati per esonerare i dirigenti e il consiglio di amministrazione dalle loro responsabilità.

F. Occorre facilitare l'esercizio dei diritti associati alla proprietà delle azioni per l'insieme degli azionisti, inclusi gli investitori istituzionali. 1) Gli investitori istituzionali che agiscono a titolo fiduciario dovrebbero rendere pubbliche le loro politiche in materia di governo societario e di voto con riferimento alle società nelle quali investono, incluse le procedure istituite per decidere dell'uso dei loro diritti di voto. 2) Gli investitori istituzionali che agiscono a titolo fiduciario dovrebbero rendere note le modalità con cui gestiscono conflitti d'interesse importanti che potrebbero incidere sull'esercizio dei diritti fondamentali di proprietà concernenti i loro investimenti.

G. Gli azionisti, compresi gli investitori istituzionali dovrebbero essere autorizzati a consultarsi su questioni concernenti i diritti basilari degli azionisti come definiti nei Principi, salve alcune eccezioni volte a prevenire gli abusi.

III. Equo trattamento degli azionisti

L'assetto del governo societario dovrebbe assicurare l'equo trattamento di tutti gli azionisti, compresi quelli di minoranza e gli azionisti stranieri. Ad ogni azionista dovrebbe essere riconosciuta la pos-

sibilità di disporre di efficaci rimedi giuridici per la violazione dei propri diritti.

A. Tutti gli azionisti detentori di azioni di una stessa serie all'interno di una classe devono essere trattati nello stesso modo. 1) Tutte le azioni della stessa serie in una determinata classe dovrebbero conferire gli stessi diritti. Tutti gli investitori dovrebbero poter ottenere informazioni sui diritti attribuiti a ogni serie e classe di azioni anche prima del loro acquisto. Ogni modifica dei diritti di voto dovrebbe essere subordinata all'approvazione delle classi sulle quali la decisione incide negativamente. 2) Gli azionisti di minoranza dovrebbero essere tutelati da atti abusivi da parte, o nell'interesse, degli azionisti di controllo, che agiscono direttamente o indirettamente e dovrebbero disporre di efficaci rimedi giuridici. 3) I diritti di voto dovrebbero essere esercitati dai depositari di titoli o dai procuratori secondo modalità concordate con il proprietario effettivo delle azioni. 4) Gli ostacoli all'esercizio transnazionale del diritto di voto dovrebbero essere eliminati. 5) Le pratiche e le procedure delle assemblee generali degli azionisti dovrebbero assicurare un equo trattamento di tutti gli azionisti. Le procedure seguite dalla società non dovrebbero rendere l'esercizio del diritto di voto indebitamente difficile o costoso.

B. L' *insider trading* e le operazioni in conflitto di interesse dovrebbero essere vietate.

C. I membri del consiglio di amministrazione e i principali dirigenti dovrebbero avere l'obbligo d'informare il consiglio d'amministrazione di ogni rilevante interesse che potrebbero avere direttamente, indirettamente o per conto di terzi in qualsiasi transazione o questione concernente la società.

IV. Il ruolo degli *stakeholder* nel governo societario

L'assetto del governo societario dovrebbe riconoscere i diritti degli stakeholder previsti dalla legge o da mutui accordi e incoraggiare un'attiva cooperazione fra le imprese e tali soggetti al fine di creare

ricchezza e posti di lavoro, e di assicurare lo sviluppo durevole di imprese finanziariamente solide.

A. I diritti degli stakeholder riconosciuti dalla legge o mediante mutui accordi devono essere rispettati.

B. Laddove gli interessi degli stakeholder siano protetti dalla legge, essi dovrebbero avere la possibilità di disporre di efficaci rimedi giuridici per la violazione dei propri diritti.

C. Andrebbe consentito lo sviluppo di meccanismi di partecipazione dei dipendenti volti a migliorare le performance della società.

D. Qualora gli stakeholder partecipino al governo societario, essi dovrebbero avere accesso in tempo utile e a cadenze regolari a informazioni pertinenti, sufficienti e affidabili.

E. Gli stakeholder, inclusi i dipendenti dell'impresa a titolo individuale e gli organi che li rappresentano, dovrebbero poter comunicare liberamente al consiglio di amministrazione le proprie preoccupazioni circa pratiche illecite o non etiche e i loro diritti non dovrebbero essere compromessi dalla loro iniziativa.

F. A complemento dell'assetto del governo societario dovrebbe esservi un efficace ed efficiente regime d'insolvenza e un'efficace sistema di garanzia dei diritti dei creditori.

V. Informazione e trasparenza

L'assetto di governo societario dovrebbe assicurare una tempestiva e accurata informazione su tutte le questioni rilevanti riguardanti la società, comprese la situazione finanziaria, le performance, gli assetti proprietari, e la governance della società.

A. La diffusione di informazioni dovrebbe comprendere, ma non limitarsi a, informazioni rilevanti su: 1) I risultati finanziari e operativi della società. 2) Gli obiettivi della società. 3) I principali detentori di diritti di proprietà e di voto. 4) La politica di remunerazione dei membri del consiglio d'amministrazione e dei principali dirigenti e informazioni sui membri del consiglio di amministrazione, incluse le

loro qualifiche, il processo di selezione, gli incarichi quali amministratori presso altre società e se siano considerati come indipendenti dal consiglio di amministrazione della società. 5) Le transazioni con parti correlate. 6) I fattori di rischio prevedibili. 7) Le questioni riguardanti i dipendenti dell'impresa e gli altri stakeholder. 8) Le strutture e le politiche di governance, in particolare, il contenuto delle strategie o dei codici di governo societario adottati dall'impresa e le procedure secondo le quali vengono attuati.

B. L'informazione dovrebbe essere elaborata e diffusa secondo standard contabili e criteri di trasparenza finanziaria e non finanziaria di alta qualità.

C. Una revisione annuale dovrebbe essere condotta da un revisore indipendente, competente e qualificato al fine di offrire al consiglio di amministrazione e agli azionisti un'attestazione esterna ed obiettiva che il bilancio rappresenta fedelmente la situazione finanziaria e i risultati della società sotto tutti i profili sostanziali.

D. I revisori esterni dovrebbero essere responsabili nei confronti degli azionisti e avere l'obbligo nei confronti della società di condurre la revisione con la dovuta cura professionale.

E. I canali di diffusione dell'informazione devono offrire agli utenti un accesso equo, tempestivo ed efficiente in termini di costo, alle informazioni rilevanti.

F. L'assetto del governo societario dovrebbe essere integrato dall'adozione di una efficace strategia che consideri e promuova l'offerta di analisi o pareri, utili per le decisioni di investimento, da parte di analisti, broker, agenzie di rating e altri soggetti, liberi da conflitti d'interesse sostanziali che potrebbero compromettere l'integrità delle loro analisi o pareri.

VI. Le responsabilità del consiglio d'amministrazione

L'assetto del governo societario deve assicurare la guida strategica della società, l'efficace monitoraggio della gestione da parte del consiglio d'amministrazione e che il consiglio di amministrazione risponda del suo operato alla società e agli azionisti.

A. I membri del consiglio di amministrazione devono agire in modo informato, in buona fede, con la dovuta cura e diligenza, e nel migliore interesse della società e degli azionisti.

B. Quando le sue decisioni possono incidere in modo differente sulle diverse classi di azionisti, il consiglio d'amministrazione dovrebbe trattare tutti gli azionisti in modo equo.

C. Il consiglio di amministrazione dovrebbe conformarsi a standard etici elevati. Esso dovrebbe tenere conto degli interessi degli stakeholder.

D. Il consiglio d'amministrazione deve svolgere alcune funzioni fondamentali, tra le quali: 1) Esaminare e indirizzare la strategia della società, i principali piani d'azione, la politica di rischio, i bilanci annuali e i business plan; fissare gli obiettivi di performance; monitorare l'attuazione di tali obiettivi e dei risultati dell'impresa; e supervisionare le principali spese per investimenti, acquisizioni e cessioni di attività. 2) Monitorare l'efficacia delle pratiche di governance e attuare i necessari cambiamenti. 3) Selezionare i principali dirigenti, fissarne le remunerazioni, monitorarne l'attività e, ove necessario, sostituirli e supervisionare la programmazione del loro avvicendamento. 4) Allineare le remunerazioni dei principali dirigenti e del consiglio di amministrazione con gli interessi di lungo periodo della società e dei suoi azionisti. 5) Assicurare processi formali e trasparenti per la designazione dei candidati e la nomina del consiglio di amministrazione. 6) Monitorare e gestire i potenziali conflitti d'interessi dei principali dirigenti, dei membri del consiglio di amministrazione e degli azionisti, ivi compresi l'utilizzo improprio dei beni della società e gli abusi compiuti nell'ambito di transazioni con parti correlate. 7) Assicurare l'integrità della contabilità e dei sistemi di rendicontazione finanziaria, inclusa quella della revisione indipendente, l'esistenza di adeguati sistemi di controllo, in particolare di sistemi per la gestione del rischio, per il controllo finanziario e operativo, e la conformità alla legge e agli standard rilevanti. 8) Monitorare il processo di diffusione dell'informazione e di comunicazione dell'impresa.

E. Il consiglio d'amministrazione dovrebbe poter esprimere un giudizio obiettivo e indipendente sugli affari della società. 1) Il consiglio dovrebbe contemplare la possibilità affidare i compiti che potrebbero essere fonte di conflitti d'interesse a un numero sufficiente di amministratori non esecutivi in grado di esercitare un giudizio indipendente. Esempi di tali responsabilità chiave sono: assicurare l'integrità della documentazione finanziaria e non finanziaria, esaminare le transazioni con parti correlate, designare i candidati alla carica di amministratore e dei principali dirigenti, e definire la remunerazione degli amministratori. 2) Quando sono istituiti comitati del consiglio di amministrazione il loro mandato, la loro composizione e le loro procedure di lavoro dovrebbero essere chiaramente definiti e resi pubblici dal consiglio d'amministrazione. 3) Gli amministratori dovrebbero essere in grado d'impegnarsi effettivamente nell'esercizio delle loro responsabilità.

F. Al fine di adempiere le loro responsabilità, i membri del consiglio di amministrazione dovrebbero poter accedere ad informazioni accurate, pertinenti e tempestive.

BIBLIOGRAFIA

- AA. VV. (2007), *Teoria degli stakeholder*, Franco Angeli, Milano.
- AA. VV. (2009), *Corporate Governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, Bologna.
- Alchian, A.A - Demsetz, H. (1972), "Production, Information Costs and Economic Organization", *The American Economic Review*, 62: pp. 777-795.
- Arrow, K.J. (1974), *The Limits of the Organization*, W.W. Norton, New York.
- Baumol, W.J. (1959), *Business Behavior, Value and Growth*, Macmillan, New York.
- Berle, A.A. - Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Blair, M.M. (1995), *Ownership and Control. Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, Brookings Institution, Washington D.C.
- Carroll, A.B. - Nasi, J. (1997), "Understanding Stakeholder Thinking: Themes from a Finnish Conference", *Business Ethics - A European Review*, 6: pp. 46-51.
- Charkham J.P. (1990), *Are Shares Just Commodities?*, National Association of Pension Funds, London, pp. 34-42.
- Chiappetta, F. (2010), *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, Cedam, Padova.
- Clarkson, M.B.E. (1994), *A Risk Based Model of Stakeholder Theory*, Second Toronto Conference on Stakeholders Theory, Toronto.
- Cyert, R.M. - March, J.G. (1963), *A Behavioural Theory of the Firm*, Prentice Hall, New Jersey.
- Coase, R.H. (1937), "The Nature of the Firm", *Economica*, 4: pp. 386-405.
- Coase, R.H. (1995), *Impresa mercato e diritto*, Il Mulino, Bologna.
- Damiani, M. (2006), *Impresa e corporate governance*, Carocci, Roma.

- David R. e Brierley J.C. (1985), *Major legal systems in the world today: an introduction to a comparative study of law*, Stevens & Sons
- Demsetz, H. (1993), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, 26: pp. 375-390.
- Di Carlo, E. (2007), *Governance e trasparenza del conflitto di interessi nei gruppi aziendali*, Aracne, Roma.
- Donaldson, L. – Davis, J.H. (1991), "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, 16: pp 49-65
- Epstein, R. (1985), *Agency Costs, Employment Contracts and Labour Unions*, Harvard Business School Press, Harvard.
- Fama, E. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88: pp. 288-307.
- Fama, E. - Jensen M. (1983), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, 26: pp. 327-349.
- Fama, E. - Jensen, M. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26: pp. 301-325.
- Fortuna, F. a cura di (2010), *La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi*, Il Mulino, Bologna.
- Freeman, R.E. - Reed, D. (1993), "Stockholders and stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance", *California Management Review*, 25: pp. 88-106.
- Goglio, A. - Goldstein, A. (2010), *Corporate governance*, Il Mulino, Bologna.
- Grossman, S. - Hart, O. (1983), "An Analysis of the Principal-Agent Problem", *Econometrica*, 51: pp. 7-45.
- Grossman, S. - Hart, O. (1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economy*, 94: pp. 691-719.
- Grossman, S. - Hart, O. (1988), "One Share One Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20: pp. 175-202.

- Hart, O. (1989), "An Economist's Perspective on the Theory of the Firm", *Columbia Law Review*, 89: pp. 1757-1774.
- Hart, O. (1995), "Corporate Governance: Some Theory and Implications", *The Economic Journal*, 105: pp. 678-689.
- Hart, O. (1995), *Firms, Contracts and Financial Structure*, Business & Economics Oxford University Press, Oxford.
- Hart, O. - Moore, J. (1990), "Property Rights and the Nature of the Firm", *Journal of Political Economy*, 98: pp. 1119-1158.
- Hirschman, A. (1970), *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard University Press, Harvard.
- Holmstrom, B. (1982), "Moral Hazard in Teams", *The Bell Journal of Economics*, 13: pp. 324-340.
- Holmstrom, B. (1999), "The Firm as a Subeconomy", *The Journal of Law, Economics and Organization*, 15: pp. 74-102.
- Holmstrom, B. - Milgrom, P. (1994), "The Firm as an Incentive System", *The American Economic Review*, 84: pp. 972-991.
- Jacobs, M. (1991), *Short-term America: the Causes and Cures of our Business Myopia*, Harvard Business School Press, Harvard.
- Jensen, M.C. - Meckling, W. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3: pp. 305-360
- Jensen, M.C. - Ruback, R. (1983), "The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11: pp. 5-50.
- Kay, J. - Silberston, A. (1995), "Corporate Governance", *National Institute Economic Review*, 153: pp. 84-97.
- Keasey, K. - Thompson, S. - Wright, M. (1997), *Corporate Governance: Economic and Financial Issues*, Oxford University Press, Oxford.
- Lannoo, K. (1995), *Corporate Governance in Europe*, Centre for European Policy Studies, working paper.
- La Porta, R. - Lopez-de-Silanes, F. - Shleifer, A. - Vishny, R. (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 6: pp. 1113-1155.

- La Porta, R. - Lopez-de-Silanes, F. - Shleifer, A. - Vishny, R. (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, 58: pp. 3-27.
- Marris, R. (1964), *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Macmillan, Londra.
- Masera, R. (2006), *La corporate governance nelle banche*, Il Mulino, Bologna.
- Milgrom, P. - Roberts, J. (1992), *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall, New Jersey.
- Nicita, A - Scoppa, V. (2005), *Economia dei contratti*, Carocci, Roma.
- Porter, M. (1992), "Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry", *Journal of Applied Corporate Finance*, 5: pp. 4-16.
- Rajan, R.G. - Zingales, L. (1998), "Power in a Theory of the Firm", *The Quarterly Journal of Economics*, 63: pp. 387-432.
- Rajan, R.G. - Zingales, L. (2001), "The firm as a Dedicated Hierarchy: a Theory of the Origin and Growth of Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, 66: pp. 805-851.
- Roe, M.J. (1997), *Manager forti azionisti deboli*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano.
- Roe, M.J. (2008), *La public company e i suoi nemici*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano.
- Shleifer, A. - Vishny, R.W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, 52: pp.737-783.
- Simon, H. (1951), "A Formal Theory Model of the Employment Relationship", *Econometrica*, 19: pp. 293-305.
- Tarallo P. - a cura di (2000), *Corporate governance*, Franco Angeli, Milano.
- Tirole, J. (1999), *Corporate Governance*, CEPR, working paper.
- Williamson, O.E. (1964), *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice Hall, New Jersey.
- Williamson, O.E. (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Free Press, New York.

- Williamson, O.E. (1988), “Corporate Finance e Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, 43: pp. 567-592.
- Zattoni, A. (2006), *Assetti proprietari e corporate governance*, Egea, Milano.
- Zingales, L. (1997), *Corporate Governance*, NBER, working paper.

Finito di stampare da
Gi&Gi srl - Triuggio (MB)
Dicembre 2012

ISBN 978-88-343-2784-5



9 788834 132784 5 >