



Corporate governance Non solo regole

In Italia bisogna passare dalla compliance a una visione del governo d'impresa come motore della strategia e della crescita aziendale

di Alessandro Minichilli e Alessandro Zattoni

Lo studio della corporate governance – cioè delle modalità di governo delle imprese – affronta e fornisce una risposta a temi di cruciale rilevanza quali per esempio: (i) chi dovrebbe governare le imprese; (ii) secondo quali modalità e attraverso quali meccanismi dovrebbe farlo; (iii) a chi spetta il profitto o la perdita derivante dall'attività economica che l'impresa svolge. Da questi esempi si capisce quanto lo studio della corporate governance con-

tribuisca ad alimentare – a livello nazionale e internazionale – l'evoluzione delle norme di diritto commerciale, dei codici di best practice e dei meccanismi di governo delle imprese. Come tale, il tema riveste grande interesse non solo per coloro che se ne occupano come studiosi o professionisti, ma anche per i policy maker e per chi ricopre ruoli apicali o è membro degli organi societari delle imprese.

È perciò interessante osservare come il termine corporate governance sia diventato popolare solo in

tempi relativamente recenti. Gran parte del merito va attribuito al comitato presieduto da Sir Adrian Cadbury che nel 1992 pubblica, in risposta agli scandali finanziari che avevano colpito alcune grandi società britanniche (quali BCCI, Polly Peck, Maxwell), il *Code of Best Practice*. Da quel momento il termine corporate governance assume grande rilevanza nell'agenda dei policy maker, degli azionisti e degli amministratori di grandi aziende. Con questo contributo ci poniamo l'obiettivo di ripercorrere l'evol-

luzione del dibattito e delle pratiche di governance che ha caratterizzato gli ultimi decenni del nostro paese. Inoltre, intendiamo fornire una valutazione della situazione attuale e indicare alcuni spunti di miglioramento per il futuro, anche alla luce dell'evoluzione del dibattito a livello internazionale.

L'evoluzione della corporate governance in Italia

La corporate governance delle imprese quotate italiane è stata per lungo tempo definita dal codice commerciale del 1942. Il principale cambiamento nei decenni seguenti è la costituzione della Consob (1974), a cui fanno seguito l'introduzione dei GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*, GAAP) e l'obbligo della certificazione di bilancio da parte di una società di revisione.

Dopo un lungo periodo di relativa stabilità, le riforme legislative, e più in generale il dibattito, si risvegliano all'inizio degli anni Novanta. Vengono regolamentati alcuni aspetti critici come l'*insider trading* (1991) e l'offerta pubblica di acquisto (1992); allo stesso tempo migliora la trasparenza nelle imprese (quotate e non) con l'introduzione delle direttive comunitarie 5 e 7 (1991). Tuttavia, è solo con il Testo Unico della Finanza (1998) che si realizza una vera e propria revisione della normativa dei mercati finanziari. Tale riforma rafforza la tutela degli azionisti di minoranza consolidando e armonizzando le disposizioni in merito all'offerta di azioni, alle offerte pubbliche di acquisto, alla trasparenza informativa, ai diritti e alle relazioni tra gli azionisti, ai compiti dei revisori esterni e del collegio sindacale.

Nel 1999, in ritardo di qualche anno rispetto al *Code of Best Prac-*

tice, la Borsa Italiana pubblica il codice di autodisciplina delle società quotate. In coerenza con l'esperienza inglese, il codice non contiene norme vincolanti, ma principi e raccomandazioni di buona governance. Le imprese quotate possono adottare tali principi oppure possono comunicare agli investitori le motivazioni della loro deviazione da essi (*comply or explain*). Pur contenendo raccomandazioni meno rigide del corrispondente inglese (che nel frattempo era stato già revisionato varie volte), il codice ha il merito di identificare le principali responsabilità del consiglio di amministrazione, di incoraggiare gli azionisti a eleggere un adeguato numero di

manager in seguito all'introduzione dei piani di *stock option*, successivamente dal fallimento improvviso di alcune società quotate come Cirio (2002), Giacomelli Sport (2003) e, soprattutto, Parmalat (2003). Questi eventi mostrano che, nonostante i progressi degli anni Novanta, la corporate governance delle grandi imprese italiane è ancora fragile ed esposta al potenziale comportamento opportunistico degli azionisti di controllo e dei top manager. Gli organi societari (il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale *in primis*) si rivelano incapaci di prevenire questi comportamenti, i controlli esterni (per esempio, le banche, le società di revisione) inefficienti – se non addirittura corrispondenti – a causa della presenza di numerosi conflitti di interesse.

Negli anni seguenti non mancano le riforme del diritto societario e le revisioni del codice di buona governance. Nel 2003 viene rafforzata

la normativa sul conflitto di interesse e viene rilassato il vincolo di deposito delle azioni prima delle assemblee societarie. L'anno successivo entra in vigore la riforma del diritto societario la cui principale novità è l'introduzione di tre modelli di amministrazione e controllo. Oltre al modello tradizionale, che prevede il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale, le società possono ora scegliere un modello dualistico, con il consiglio di sorveglianza e il comitato di gestione, e un modello monistico, dove il consiglio di amministrazione deve, al suo interno, creare un comitato di controllo composto da consiglieri indipendenti. Nel 2005, in reazione agli scandali societari e seguendo l'esempio statunitense (*Sarbanes-Oxley Act*), viene emanata la cosiddetta «legge sul risparmio», che



consiglieri non esecutivi e indipendenti e di invitare i consigli a creare al loro interno i comitati di controllo e di remunerazione. Soprattutto nelle sue prime versioni, il Codice italiano pare non scegliere in modo netto se seguire pedissequamente le raccomandazioni di matrice anglosassone o se sviluppare un modello di governance più vicino alle caratteristiche delle imprese italiane (prevalentemente a proprietà concentrata).

La prima decade del nuovo millennio

Proprio quando il quadro giuridico e regolamentare si stava allineando maggiormente alle best practice internazionali, il mondo economico e finanziario italiano viene scosso prima dalla distribuzione di compensi milionari per alcuni top

rafforza la tutela delle minoranze riducendo la soglia per inserire argomenti al dibattito assembleare, introducendo la possibilità di eleggere rappresentanti nel consiglio e istituendo la figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari.

In parallelo, la Borsa Italiana aggiorna più volte i principi e le raccomandazioni del codice di autodisciplina delle società quotate. La revisione del 2002 migliora la definizione di indipendenza, indica raccomandazioni più stringenti per le imprese controllate da altre società quotate, propone la correttezza formale e sostanziale nelle operazioni con parti correlate. La revisione successiva (2006) introduce l'autovalutazione del consiglio, suggerisce la nomina di un *lead independent director*, definisce meglio le responsabilità dei comitati e del collegio sindacale.

La corporate governance dopo la crisi finanziaria

La crisi finanziaria del 2007 colpisce direttamente numerose banche e intermediari finanziari e, indirettamente, le imprese e gli stessi Stati nazionali. La crisi mette in discussione soprattutto la governance degli intermediari finanziari, l'efficacia degli organi societari di comprendere e monitorare i rischi, l'abilità del comitato di remunerazione – e dell'intero consiglio – di garantire efficaci ed equilibrati sistemi di ricompensa per il top management.

In risposta al dibattito, Banca d'Italia emette una nota intitolata *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche* (2008) dove affronta con decisione il tema della corporate governance delle banche. Dopo un insieme di altri interventi e un aperto dibattito, Banca d'Italia pubblica una revisione che recepisce una direttiva UE e gli orientamenti della European Banking Authori-

ty (2014). I principi e le raccomandazioni sono fondati sul criterio di proporzionalità, ovvero sono più stringenti all'aumentare delle dimensioni della banca. Le raccomandazioni affrontano diversi temi rilevanti come per esempio le funzioni, la dimensione e la composizione degli organi societari, la professionalità, l'indipendenza e la disponibilità dei consiglieri, la necessità di istituire comitati in tema di nomine, rischi e remunerazione, il profilo e le responsabilità del presidente del consiglio, la necessità di un processo di autovalutazione del consiglio, i compiti dell'organo di controllo e la rilevanza di flussi informativi adeguati.

In parallelo, anche la corporate governance delle grandi imprese quotate è oggetto di cambiamenti significativi. La Consob impone maggiore trasparenza informativa e requisiti procedurali più stringenti sulle operazioni con parti correlate (2010). Al contempo, dando attuazione ad alcune direttive UE, le imprese quotate sono obbligate a pubblicare un report annuale sulla politica retributiva. Infine, seguendo l'esempio di altri paesi europei (come la Norvegia), il legislatore impone, alle imprese quotate e a quelle controllate dallo Stato, una quota minima del 30 per cento del genere meno rappresentato nel consiglio di amministrazione.

Lo stesso codice di autodisciplina è oggetto di numerose revisioni. Nel 2010 viene modificato l'articolo 7 sui compensi, successivamente si susseguono tre revisioni del codice (2011, 2014 e 2015). Gli aggiornamenti toccano diversi aspetti rilevanti in conformità all'evoluzione del dibattito a livello internazionale. I principali cambiamenti riguardano l'organizzazione e i compiti dei comitati, la maggiore attenzione ai rischi a medio-lungo termine, l'introduzione della procedura di *whistleblowing* e l'opportunità di creare un comitato sulla CSR.

La corporate governance in Italia: i problemi aperti

Per quanto i lavori del Comitato di Sir Adrian Cadbury (del 1992) sembrino ormai molto lontani – probabilmente anche per via dell'intensità del dibattito in questo quarto di secolo –, la realtà sembra suggerire un cambiamento prevalentemente formale nei modelli di governance delle imprese italiane, e non solo. Un recente articolo di Guhan Subramanian pubblicato su *Harvard Business Review* («Corporate Governance 2.0») propone una suggestiva tesi per cui la proliferazione di best practice avrebbe in realtà determinato una rincorsa verso prassi condivise, dimenticando i principi di base che rappresentano la *raison d'être* dell'idea stessa di corporate governance. Per quanto la diffusione dei codici di autodisciplina e delle correlate pratiche abbia contribuito, e non poco, a gettare le basi per una buona governance aziendale, tutti gli sforzi sinora fatti rischiano di vanificarsi e di rappresentare solo un aggravio per le imprese in termini di costi e di irrigidimento delle procedure se non si ha il coraggio e la forza di riaffermare pochi ma importanti principi base.

In primo luogo, il consiglio di amministrazione dovrebbe avere il diritto e il dovere di gestire l'impresa in un orizzonte di lungo periodo, andando oltre la tendenza verso scelte manageriali miopi dettate dall'unica preoccupazione di soddisfare le pressanti richieste del mercato. Inoltre, i consigli di amministrazione dovrebbero attrarre le migliori risorse e professionalità, utilizzando strumenti già disponibili (per esempio, effettuando seri e rigorosi processi di *board assessment*, anche a livello individuale), o rinforzando meccanismi di rappresentanza effettiva delle minoranze azionarie in CdA. Infine, i consigli di amministrazione dovrebbero dare sempre più voce agli azionisti, seppur in un ordinato rispetto dei reciproci ruoli, favorendo una crescente capacità di attrarre in-



La corporate governance deve diventare motore della strategia aziendale

investitori istituzionali, sempre più interessati a rapporti stabili e duraturi con le imprese, e progressivamente meno a mere logiche di portafoglio di investimenti.

In questo scenario, le imprese italiane – così come anche i policy maker – dovranno riflettere su quello che può essere legittimamente considerato un «fallimento della compliance». Soprattutto in un contesto come quello del nostro paese, caratterizzato dalla diffusa presenza di azionisti di controllo – spesso familiari –, è opportuno chiedersi quanta parte della pur notevole aderenza delle imprese alle best practice implichi una reale comprensione dei benefici di un *check and balance* di poteri al vertice, e quanta invece nasconda una semplice attitudine al *box ticking*. La risposta, al momento, non sembra confortante. Lo testimoniano delle practice considerate di cruciale importanza all'estero, come quella della *board review*, che non hanno ancora fatto breccia nella cultura di governo del nostro paese. Per quanto il 79 per cento delle società italiane quotate comunichi di aver effettuato un'autovalutazione del CdA, solo in 41 casi (circa il 17 per cento) la società ha fatto ricor-

so a una qualche forma di supporto esterno nelle attività di valutazione (Assonime, *Rapporto 2015 sulla Corporate Governance*). Allo stesso modo, un aumento della presenza di investitori istituzionali nel capitale delle nostre imprese, soprattutto se stranieri, sembra essere vissuto più come una minaccia alla stabilità del controllo che non come un'opportunità di crescita dimensionale e di cultura manageriale. Con il risultato che la presenza degli investitori istituzionali nel capitale delle imprese quotate italiane continua a rimanere stabile, e confinata in un valore medio di appena il 7 per cento (Consob, *Rapporto 2015 sulla Corporate Governance*).

Il futuro della corporate governance

Il fallimento della compliance sembra dare ragione a chi ha sempre sostenuto una visione negativa della corporate governance quale sistema di pesi e contrappesi volto a evitare scandali societari, negando una visione del governo d'impresa quale motore della strategia e della crescita aziendale. È in quest'ultima concezione che va interpretato il futuro della corporate gover-

nance, lungo due importanti seppur profondamente diverse direzioni.

La prima riguarda la governance delle imprese non quotate (private). Pur nella consapevolezza delle notevoli differenze sia concettuali sia pragmatiche che l'accesso a un mercato dei capitali comporta, il contesto competitivo odierno non permetterà a lungo l'esistenza di imprese private con modelli di governo deboli, orientati alla famiglia più che all'impresa, ispirati al passato e non all'apertura e al cambiamento. Queste imprese verranno acquisite, soffriranno o falliranno nei passaggi tra generazioni, o semplicemente non saranno capaci di attrarre talenti ai propri vertici in grado di sostenere la competizione globale. I talenti saranno, infatti, sempre più attirati da contesti organizzativi e di governance chiari, caratterizzati da regole meritocratiche e non influenzati da logiche personali o familiari. È del tutto evidente che non sarà semplice cambiare dall'oggi al domani la cultura imprenditoriale che contraddistingue tali imprese. Occorre ripensare lo stile di leadership e i modelli di governance, ed è compito degli studiosi, delle associazioni di categoria, e di qualche imprenditore illuminato farsi promotore di un tale ripensamento culturale. Per avere successo, occorrerà dimostrare con chiarezza quali sono i benefici di una buona governance, non solo in termini di semplicità, ma anche di migliore qualità delle strategie e delle performance aziendali.

La seconda direzione, più prospettica, riguarda un prevedibile prossimo ripensamento dei modelli consolidati di governo d'impresa orientati alla protezione di alcuni interessi, o meglio dei soli interessi degli azionisti. Seppur in maniera ancora sporadica e non ordinata, fenomeni quali le B corporation, le imprese sociali, le fondazioni ecc., testimoniano come l'insieme degli interessi convergenti sulle attività d'impresa stia diventando più articolato e complesso. Pur

nell'imprevedibilità di queste evoluzioni, è lecito pensare che in un futuro ormai prossimo anche le imprese cosiddette «tradizionali» dovranno fare i conti con un presumibile aumento del potere di influenza di altri stakeholder. Di conseguenza, anch'esse dovranno sviluppare nuovi modelli di gestione e rappresentanza di tali interessi.

E quindi...

L'evoluzione legislativa e dei codici di buona governance continuerà senza sosta anche negli anni a venire. Tuttavia, le norme e le raccomandazioni non sono sufficienti a cambiare la corporate governance delle imprese (quotate e non), perché spesso incidono più sulla forma che sulla sostanza. L'attivazione di iniziative di ricerca e formazione può svolgere un ruolo rilevante, e forse decisivo, se si desidera modificare la mentalità e la cultura degli azionisti di controllo e di chi siede negli organi di governo delle imprese.

L'inerzia ad adottare i nuovi modelli di amministrazione e controllo e la tendenza delle società quotate a seguire quasi uniformemente le raccomandazioni del codice di autodisciplina sembrano suggerire un atteggiamento difensivo più che proattivo, la ricerca della compliance più che dell'efficacia aziendale. Pur nel rispetto di alcuni principi guida (per esempio, equità, trasparenza), la corporate governan-

ce delle imprese dovrebbe essere progettata in coerenza all'assetto proprietario (per esempio, aperto o chiuso), alla strategia aziendale (per esempio, globale o locale) e alle caratteristiche dell'ambiente economico e istituzionale (per esempio, normativa, cultura). Da questo punto di vista, ben vengano sperimentazioni e nuovi modelli che, nel rispetto dei principi di buona governance, garantiscano il perseguimento dello scopo sociale.

Infine, è importante che gli organi di governo agiscano nell'interesse dell'impresa e non di alcuni stakeholder. A tale fine non è sufficiente creare consigli di amministrazione – e comitati al loro interno – composti da persone competenti e indipendenti. Occorre definire modalità di fun-

zionamento del consiglio che valorizzino le diverse competenze ed esperienze in esso presenti. Occorre, inoltre, creare una cultura della responsabilità che incentivi i consiglieri a svolgere in modo efficace il loro compito prima, durante e dopo le riunioni del consiglio. Pur nella consapevolezza che non esistano ricette semplici per problemi complessi, queste raccomandazioni possono contribuire significativamente a migliorare l'efficacia degli organi collegiali. ■

Esplora **e&plus** su
www.economiaemangement.it



In sintesi

La corporate governance riguarda questioni cruciali nella vita aziendale quali **chi dovrebbe governare le imprese, secondo quali modalità e attraverso quali meccanismi** dovrebbe farlo, e a chi spetta il profitto o la perdita derivante dall'attività economica che l'impresa svolge.

Nell'ultimo decennio, l'evoluzione della corporate governance delle aziende italiane si è contraddistinta **per l'introduzione di codici di autodisciplina e la proliferazione di best practice**, in conformità con le tendenze più generali a livello internazionale.

Norme e raccomandazioni tuttavia spesso incidono più sulla forma che sulla sostanza. Affinché la corporate governance possa essere pienamente funzionale all'efficacia aziendale, **è necessario che essa venga progettata in coerenza con l'assetto proprietario**, la strategia aziendale e il contesto economico-istituzionale, tenendo sempre ben presente l'interesse generale dell'impresa.



Alessandro Minichilli

è professore presso l'Università Bocconi e Director of Research presso la SDA Bocconi School of Management. Autore di oltre 70 pubblicazioni scientifiche nazionali e internazionali in riviste di prestigio, da anni svolge attività di ricerca e formazione ad aziende di dimensioni medie e grandi in tema di progettazione dei sistemi di corporate governance.
alessandro.minichilli@unibocconi.it



Alessandro Zattoni

è professore di strategia presso l'Università LUISS di Roma e Associate Dean per l'executive education presso la LUISS BS. Ha pubblicato più di 100 tra articoli scientifici, libri o casi sui temi di corporate governance. È consulente di strategia e governance per imprese di medie e grandi dimensioni.
azattoni@luiss.it