

**Università degli Studi di Milano Bicocca**  
**Facoltà di Economia**  
**Dottorato di ricerca in Economia e Strategia aziendale**

# **UN SISTEMA PER LA VALUTAZIONE DELLA GOVERNANCE**

Relatore: Chiar.mo Prof. Alberto Nobolo

**Tesi di Dottorato di:**

Francesca Arienti

Matricola: 027940

Anno Accademico 2010-2011

*alla mia Famiglia*

# INDICE

## PRIMA PARTE

Introduzione	pag.	I
CAPITOLO 1° LA CORPORATE GOVERNANCE	"	1
1.1 Corporate governance: definizioni	"	1
la nozione di corporate governance in senso proprio	"	1
la nozione di corporate governance in senso allargato	"	2
1.2 La corporate governance e la concezione d'impresa	"	4
la concezione sistemica d'impresa	"	4
la concezione contrattualistica d'impresa	"	5
il "consenso" come strumento sostitutivo dei contratti "incompleti"	"	8
1.3 Gli interessi convergenti dell'impresa	"	10
1.4 la strategia generale d'impresa	"	15
1.5 La proprietà e il controllo d'impresa	"	19
la proprietà dell'impresa	"	20
la separazione tra la proprietà e il controllo	"	22
1.6 I costi di agenzia	"	26
i costi di agenzia nelle public companies	"	27

i costi di agenzia nelle società a controllo precostituito	pag. 30
1.7 Costi di agenzia e temi di corporate governance	" 33
1.8 Il ruolo del consiglio di amministrazione tra la proprietà e il controllo d'impresa	" 40
responsabilità e compiti del CdA	" 42
 CAPITOLO 2° IL GOVERNO SOCIETARIO	" 47
Introduzione	" 47
2.1 Problemi di governance e criticità del sistema italiano	" 49
2.1.1 elementi di criticità del contesto italiano	" 50
2.2 Governance e regole di "buon governo"	" 52
2.3 I requisiti del "Buon Governo"	" 54
2.3.1 la professionalità	" 56
2.3.2 l'indipendenza	" 58
2.3.3 l'onorabilità	" 59
2.3.4 l'autorevolezza	" 60
2.3.5 modelli di governance e aspettative degli stakeholder	" 61
Il controllo della gestione	" 63
2.3.6 valutazione della governance In relazione ai "benefici privati"	" 64
"premio per il diritto di voto"	" 67

“premio per il controllo”	pag.	68
“sconto di minoranza”	“	71
2.3.7 valutazione della governance		
in relazione alla <i>compliance</i>	“	72
2.4 L’etica della corporate governance	“	74
la teoria di Robert Solow	“	74
la teoria di Immanuel Kant	“	75
la teoria di John Rawls	“	75
2.4.1 la responsabilità sociale d’impresa	“	76
CAPITOLO 3°: NORMATIVA GENERALE	“	77
Introduzione	“	77
3.1 Evoluzione normativa: gli interventi legislativi		
e i codici di autodisciplina	“	78
3.2 Il codice di autoregolamentazione italiano	“	81
3.2.1 livelli di attuazione	“	83
3.2.2 consiglio di amministrazione	“	84
Ripartizione delle competenze e delle deleghe	“	84
Composizione del cda	“	87
Amministratori non esecutivi ed indipendenti	“	89
3.2.3. Comitati	“	90
Comitato per le proposte di nomina	“	92
Comitato per la remunerazione	“	93
Comitato per il controllo interno	“	94

3.2.4 funzione e procedure aziendali	pag.	96
Le procedure di nomina di amministratori e sindaci	"	97
3.2.5 assemblee e sindaci	"	98
3.3 La normativa internazionale: le direttive comunitarie, i codici di best practice europei ed i provvedimenti OCSE	"	101
 CAPITOLO 4°: AZIENDA REDDITO E		
CREAZIONE DI VALORE	"	105
4.1 Definizione di azienda	"	105
4.2 Il sistema azienda fra unitarietà sistemica e dinamismo	"	109
4.3 Il Reddito nelle imprese	"	111
4.3.1 Il reddito globale	"	111
4.3.2 Il reddito d'esercizio	"	112
4.3.3 Interessi confluenti nella gestione e reddito di esercizio	"	114
4.4 Creazione e diffusione del valore dell'impresa	"	115
4.5 L'influenza della corporate governance sulla creazione di valore	"	118
 CAPITOLO 5: IL LEGAME TRA PERFORMANCE		
GOVERNANCE ED INFORMATIVA	"	127

Introduzione	pag.	127
5.1 La relazione tra governance e performance	"	129
5.2 Performance aziendale	"	135
5.2.1 gli indicatori aziendali	"	136
5.2.2 concetto di successo dell'impresa	"	138
5.2.3 Il sistema di misurazione delle performance	"	138
5.2.4 requisiti del sistema di misurazione delle performance	"	139
5.2.5 le misure degli indicatori	"	141
5.3 informativa societaria, corporate governance e performance aziendale	"	142
5.3.1 governance ed informativa societaria	"	142
5.3.2 governance e performance	"	146
5.3.3 la teoria della dipendenza delle risorse	"	149
5.4 Performance e Rating della Governance	"	154
5.5 Performance ed etica	"	156

## SECONDA PARTE

CAPITOLO 6: METODOLOGIA	"	159
Introduzione	"	159
6.1 definizione di metodologia	"	160
6.2 razionalità e metodologia	"	161
6.2.1 la razionalità scientifica	"	161

6.2.2 una razionalità limitata e relativa	pag.	162
6.2.3 validità e verità	"	163
6.2.4 la razionalità metodologica	"	164
Il metodo induttivo	"	166
Il metodo deduttivo	"	166
6.3 gli strumenti della sperimentazione	"	168
6.3.1 ricerche quantitative e qualitative	"	168
6.4 il metodo scientifico nell'economia aziendale	"	172
 CAPITOLO 7: I MODELLI	"	174
7.1 descrivere	"	174
7.1.1 descrizione scientifica	"	175
7.1.2 la descrizione come rappresentazione		
in matematica	"	176
7.2 i modelli	"	178
7.2.1 cenni storici	"	178
7.2.2 definizione di modello	"	180
7.2.3 i modelli matematici	"	181
7.3 introduzione ai modelli matematici descrittivi		
in statistica	"	182
 CAPITOLO 8: DALLA RILEVAZIONE CONTABILE		
ALLE ASPETTATIVE DEGLI STAKEHOLDES	"	184
Introduzione	"	184

8.1 la rilevazione contabile	pag.	185
8.2 la comunicazione aziendale	"	186
8.2.1 i fini della comunicazione aziendale	"	187
8.3 trasparenza e comunicazione	"	192
8.3.1 relazioni interaziendali e comunicazione	"	192
8.3.2 la cultura della trasparenza	"	193
CAPITOLO 9: AGENZIE E MODELLI DI RATING	"	195
9.1 la valutazione della corporate governance	"	195
9.1.1 indicatori sintetici di governance	"	195
9.1.2 Il G – Index, l' Entrenchment Index ed il Gov - Score	"	195
9.2 Il rating	"	199
9.2.1 il rating della governance	"	205
9.3 i sistemi di valutazione	"	207
9.3.1 la valutazione della corporate governance nella definizione del merito creditizio	"	216
9.4 le agenzie di rating	"	219
9.4.1 GovernanceMetrics International	"	220
9.4.2 Riskmetrics Group	"	223
9.4.3 The Corporate Library	"	229
9.4.4 Standard and Poor's	"	232
9.5 il rating etico ed il rating ESG	"	237

9.6 il rating dell’Agenzia Europea di Investimenti	
Standard Ethics (rating AEI)	pag. 239
9.6.1 uno studio dell’AEI	
sulle società quotate italiane	” 242
9.7 L’Accountability Rating	” 249
9.8 Il Deminor Rating	” 254
9.9 Un confronto tra i vari modelli di rating	” 256
CAPITOLO 10: IL CORPORATE GOVERNANCE RATING	” 258
10.1 obiettivi del corporate governance rating	” 258
10.2 i parametri di valutazione	” 259
10.3 le fonti dei dati	” 260
10.3.1 la relazione annuale	
sulla corporate governance	” 261
10.3.2 gli altri documenti utilizzati	
per raccogliere i dati	” 264
10.4 descrizione del modello	” 265
10.4.1 assetti proprietari	” 266
composizione azionariato	” 267
assemblea dei soci	” 268
tutela degli azionisti	” 268
10.4.2 capacity and control	” 269
consiglio di amministrazione	” 270
comitato esecutivo	” 271

comitato per il controllo interno	pag.	272
comitato nomine e comitato per la remunerazione	"	272
collegio sindacale	"	273
società di revisione	"	274
10.4.3 informativa	"	274
10.5 la struttura del modello di rating	"	276
10.6 il sistema dei pesi	"	290
10.7 il metodo di valutazione dei parametri	"	294
10.7.1 scelta dei parametri	"	303
10.8 penalizzazioni e valore medio	"	309
10.9 evoluzione del modello	"	312
CAPITOLO 11: ANALISI PARMALAT S.p.A.	"	316
11.1 società sottoposta ad analisi ed obiettivi	"	316
11.2 storia dell'azienda	"	317
11.3 analisi della governance di parmalat S.p.A.		
attraverso il modello C.G.R.	"	319
considerazioni conclusive	"	341
11.4 governance e performance economiche	"	344
CONCLUSIONI	"	349
ALLEGATO 1	"	351
BIBLIOGRAFIA	"	390

# INTRODUZIONE

L'importanza riconosciuta negli ultimi anni alla tutela dei diritti degli azionisti e di tutti i "portatori d'interessi" ha posto la corporate governance al centro di un vivace dibattito che ha investito il mondo operativo e suscitato la crescente attenzione degli studiosi di matrice giuridica ed aziendale.

A rafforzare l'attenzione su tale tematica hanno contribuito anche altri eventi, fra i quali la globalizzazione dei mercati finanziari, i processi di privatizzazione ed il verificarsi di frodi e crisi aziendali che hanno coinvolto negli ultimi anni importanti aziende quotate. A tal proposito non si può inoltre dimenticare la pressione determinata dal crescente interessamento alle vicende aziendali degli investitori istituzionali, degli analisti finanziari e di altri produttori d'informazione.

Negli ultimi decenni la letteratura e la prassi aziendale hanno elevato la propria soglia di attenzione verso la tematica della corporate governance in relazione agli episodi negativi occorsi e noti a livello mondiale i quali, oltre ad aver visto protagoniste solide realtà aziendali, hanno provocato una rapida discesa dei consensi da parte del pubblico verso l'affidabilità dei mercati, a causa dell'adozione di comportamenti ritenuti sbagliati.

Da qui la necessità di riconquistare la fiducia persa.

Strumentali a questo imponente obiettivo sono risultati essere i provvedimenti legislativi e di autoregolamentazione che sono stati adottati sia dallo scenario giuridico che da quello economico.

Questo modo di reagire ai problemi ha mostrato, ancora una volta, come ci si renda conto della pericolosità di determinati atteggiamenti solo quando questi abbiano già mietuto delle vittime che, nei casi dei crack societari a cui si è accennato prima, non sono certamente state poche né tantomeno lontane dai nostri confini

Le informazioni sulle tematiche di corporate governance tendono a costituire un'importante fonte di notizie per il formarsi delle opinioni degli stakeholders; esse rientrano infatti nella gamma di informazioni ritenute potenzialmente utili per aumentare il grado di accountability dei vertici aziendali, nonché la trasparenza e dunque l'efficienza dei mercati finanziari.

È possibile anche ipotizzare che, migliorando il funzionamento del sistema di corporate governance, si possa favorire una maggiore efficacia del processo decisionale, diminuendo il rischio che alcune scelte vengano assunte solo in considerazione degli obiettivi personalistici di alcuni soggetti di vertice ed in contrasto con l'interesse istituzionale.

La trasparenza informativa costituisce pertanto il fondamento stesso dei sistemi di governance delle aziende quotate in quanto consente di ridurre le asimmetrie informative fra gli stakeholders e di sviluppare e

radicare l'accountability dei vertici aziendali riguardo alle proprie decisioni e azioni.

Data la crescente importanza delle tematiche inerenti la corporate governance si è deciso di costruire ed elaborare un strumento utile alla valutazione del governo societario sia per le aziende sia per i diversi investitori istituzionali e stakeholders: un modello di rating della corporate governance.

La prima parte risulterà di carattere prevalentemente teorico, a fronte di una seconda nella quale verrà esplicitata l'analisi dell'implementazione e dell'applicazione, a fini sperimentali, di un modello di rating volto a valutare la corporate governance di una società sottoposta ad analisi.

In primis verrà analizzata la corporate governance analizzandola sotto l'aspetto aziendale e giuridico.

Sarà delineato il quadro normativo entro il quale viene disciplinata la materia della governance, anche e soprattutto alla luce delle modifiche apportate recentemente, distinguendo tra le fonti di autoregolamentazione adottate su base volontaria dalle società e quelle imposte, invece, dai legislatori nazionali ed internazionali. Verranno esposte le teorie che indagano, da ottiche differenti, su quali siano gli interessi a cui un buon sistema di corporate governance dovrebbe guardare. A tali teorie faranno poi seguito alcune metodologie che la letteratura offre ed analizza, per quanto riguarda l'attività di valutazione circa l'efficacia e l'efficienza di un sistema di governo, mostrandone

anche i limiti e facendo le dovute considerazioni circa la loro applicabilità.

Verranno approfonditi gli aspetti legati allo strumento del rating, sia a livello generale, indicandone le finalità e gli usi più frequenti, sia facendo un più specifico riferimento alla sua applicazione nell'ambito della valutazione della governance, descrivendo alcuni modelli di rating proposti da società specializzate in questa attività che saranno infine messi a confronto.

Infine si analizzerà un particolare modello di rating, il Corporate Governance Rating, applicato ad una società quotata italiana.

Se ne analizzeranno le metodologie di costruzione e le relative evoluzioni, l'applicazione, gli obiettivi a cui tale modello mira e, in conclusione, i risultati che sarà in grado di fornire, in modo tale da poterne valutare il funzionamento.

# LA CORPORATE GOVERNANCE

## 1.1 CORPORATE GOVERNANCE: DEFINIZIONI

### La nozione di corporate governance in senso proprio

Il termine corporate governance non risulta agevolmente traducibile nella lingua italiana e questo ha contribuito ad accrescerne per molti versi l'indeterminatezza.

Nella sua essenza con questo termine si intende *"il modo in cui le imprese sono governate e controllate"*<sup>1</sup>: tale definizione è evocativa del sistema di governo economico della struttura e delle modalità di funzionamento dei massimi organi societari, delle responsabilità e degli obblighi dei soggetti che li compongono, delle procedure per la loro nomina (revoca) e di controllo sul loro operato.

In questo senso sono evidenti i riferimenti tra la nozione di corporate governance ed il complesso di regole destinate a migliorare l'attività di governo e di controllo dell'impresa e, contestualmente, ad accrescerne le performance. Inoltre, sono

---

<sup>1</sup> Dalla definizione di Adrian Cadbury, secondo il quale la Corporate Governance esprime: "the way in which companies are directed and controlled".

strettamente connaturati al tema della corporate governance principi della trasparenza e della correttezza al fine di rendere compiutamente conto anche dell'operato degli organi di governo economico e a quali soggetti gli organi societari sono chiamati a rispondere e con riguardo a quali azioni svolte.

Il valore dell'*accountability* può di conseguenza essere declinato in senso ristretto o in senso pervasivo, a seconda del grado di apertura verso l'esterno a cui informare il principio della "rendicontabilità".

Si ha significato ristretto quando si assume che gli organi di governo societario devono rendere conto del loro operato pressoché esclusivamente agli azionisti, in quanto sopportano più di altri il rischio d'impresa; si ha invece significato pervasivo , quando si assume che gli organi di governo societario devono rendere conto del loro operato a diverse categorie di interessi (stakeholder), in quanto apportano contributi rilevanti per lo svolgersi della vita aziendale.

### **La nozione di corporate governance in senso allargato**

È opportuno aggiungere che il termine corporate governance è a volte utilizzato con accezione più ampia di quella precedentemente fornita. Nel suo significato allargato il tema della corporate governance arriva a comprendere al suo interno regole e

quant'altro ha a che fare affinché il "controllo" sulle imprese sia sempre sul mercato secondo efficienza; vale a dire affinché il "potere" sia attribuibile agli operatori in grado di esercitarlo nel modo più appropriato indipendentemente dalle loro disponibilità finanziarie <sup>2</sup>.

A monte vi è la considerazione che il sistema di governo societario è fortemente influenzato dalle caratteristiche, in primis la struttura, dell'assetto proprietario dell'azienda e, nel caso, delle possibilità offerte per il suo ricambio.

In questa direzione pertanto ricadrebbero nell'ambito della corporate governance problematiche di più ampio raggio, che riguardano l'eventuale superiorità di talune forme di struttura proprietaria rispetto ad altre e che, di conseguenza, tendono a favorire l'adozione di una forma in luogo di un'altra.

In un mercato ben funzionante, il cambiamento di controllo, anche senza il consenso da parte di chi ne è detentore, resta la soluzione estrema per sostituire un sistema di governo societario inadatto a valorizzare le risorse dell'impresa. Di conseguenza le società a controllo contendibile diviene un modello di riferimento verso cui dovrebbe tendenzialmente convergere la corporate governance nella sua accezione allargata<sup>3</sup>.

Tuttavia va osservato che il problema della contendibilità del controllo non appare correttamente posto; in altri termini,

---

<sup>2</sup> F. Barca, *"Imprese in cerca di padrone: proprietà e controllo nel capitalismo italiano"*, Laterza, Bari, 1994, pagg.100-120.

<sup>3</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 6

nell'ambito del sistema di governo economico non rileva tanto il modello di controllo proprietario, essendo il risultato di una convenienza sancita dal mercato, quanto il fatto che il management sia posto nelle condizioni di operare in piena autonomia, indirizzando i propri sforzi esclusivamente verso l'obiettivo di generare nuovo valore economico.

## **1.2 LA CORPORATE GOVERNANCE E LA CONCEZIONE D'IMPRESA**

### **La concezione sistemica d'impresa**

La concezione sistemica dell'impresa<sup>4</sup> configura l'azienda come un insieme di attività e risorse organizzate ai fini produttivi e di flussi, che esprimono le relazioni dinamiche che collegano l'impresa ai suoi diversi interlocutori.

L'impresa realizza la sua ragion d'essere nella produzione di beni e servizi, atti a soddisfare i bisogni dei propri clienti, e nel rispondere compiutamente alle aspettative dei suoi interlocutori i quali mettono a disposizione dell'impresa risorse e collaborazioni.

---

<sup>4</sup> G. Zappa, "Tendenze nuove negli studi di ragioneria", Annuario del r. Istituto Superiore di Scienze Economiche e Commerciali di Venezia per gli Anni Accademici 1925-26 e 1926-27, pag. 54.

C. Masini, "Gino Zappa. La sua dottrina e la professione del Dottore commercialista", Giuffrè Editore, Milano, 1966, pagg. 7-8.

Affinché tale sistema possa raggiungere un equilibrio e mantenerlo nel tempo, è necessario che i bisogni dei clienti siano soddisfatti contestualmente alle attese di tutti gli interlocutori che controllano le risorse di cui l'impresa ha bisogno.

Il ruolo del management è di conseguenza concepito come quello di chi è responsabile della continuità, dell'autonomia e dell'economicità della gestione nonché della piena e duratura funzionalità d'impresa<sup>5</sup>.

Tale ruolo si esplica nell'esercizio del potere di governo sulla stessa, che, per necessità, richiede un'assidua opera di contemperamento, in logica collaborativa, delle attese dei diversi interessi che convergono attorno all'impresa<sup>6</sup>.

### **La concezione contrattualista d'impresa**

Anche nella concezione "contrattualistica" come per quella "sistemica" si pone attenzione alle relazioni di natura continuativa che si instaurano tra l'impresa e i suoi diversi interlocutori.

Secondo la concezione contrattualista, che trae origine dal filone di studi di *Law and Economics*, l'impresa moderna può essere letta come *"una sorta di creatura artificiale del diritto positivo, che permette a diversi individui di associarsi per conseguire differenti*

---

<sup>5</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 8.

<sup>6</sup> G. Ferrero, *"Impresa e management"*, Giuffrè, Milano, 1980, cap 1

*finalità precostituite: in questo senso, essa rappresenta il risultato dell'evoluzione efficiente delle forze di mercato"*<sup>7</sup>.

L'impresa è dunque un tipo di finzione legale che serve come nesso di relazioni contrattuali tra i diritti e gli obblighi dei proprietari dei fattori di produzione impiegati, e le competenze manageriali occorrenti per lo svolgimento dell'attività economica.

I "contratti" soggiacenti al concetto d'impresa stabiliscono l'intesa e la convenienza dei rapporti intrattenuti da parte dei diversi interlocutori aziendali.

Secondo la concezione ora proposta i "contratti", su cui si fondano i rapporti di scambio con l'impresa, rappresentano la naturale garanzia offerta ai vari interlocutori aziendali.

Questa forma di salvaguardia non agirebbe invece nei confronti dei proprietari del capitale di rischio, i quali, per definizione, accettano di essere remunerati dopo tutti gli altri interlocutori.

Ed è proprio il carattere di remunerazione residuale a far sì che sugli azionisti ricadano elevate condizioni di rischiosità, contrariamente altri proprietari di fattori produttivi che, proprio in virtù delle loro posizioni contrattuali, instaurano con l'impresa rapporti regolamentati con condizioni prefissate.

Da questi elementi discende la prerogativa degli azionisti di esercitare il governo economico dell'impresa, che viene esplicitato attraverso l'assunzione di decisioni ed esercitando il controllo su

---

<sup>7</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 9.

quanto non è già stato specificatamente regolamentato nei contratti posti in essere con gli altri interlocutori.

Affinché il sistema economico funzioni correttamente nel suo complesso è necessario che i mercati operino in modo efficiente ed a costi contenuti, così da permettere alle parti in causa di svolgere la libera contrattazione.

Ciò, ad esempio, è riscontrabile per i conferenti il capitale di rischio, che vedono nell'efficienza del mercato azionario la condizione indispensabile per trasferire o diversificare a costi accettabili il fattore produttivo offerto<sup>8</sup>.

Secondo tale approccio non è affatto escluso che possano comunque sorgere conflitti di interesse tra azionisti e manager; i secondi, infatti, non perdono incentivi opportunistici a perseguire il loro interesse con comportamenti che danno origine ai "costi di agenzia". Tuttavia questi comportamenti possono essere minimizzati nell'ambito dei processi di contrattazione privata, sia attraverso meccanismi interni d'azienda, sia, in misura assai più efficace, attraverso quelli esterni di mercato.

I primi, legati all'*insider system*, sono rappresentati tra l'altro dai sistemi di controllo e di vigilanza sull'operato del management e da specifici contratti integrativi, i meccanismi esterni, invece, sono riconducibili in estrema sintesi al cosiddetto *market for control*, e tendono a riequilibrare eventuali disfunzioni dei meccanismi interni.

---

<sup>8</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 12.

Il monitoraggio e la disciplina del management sono quindi esercitabili da un mercato dotato di efficienza informativa.

## **Il “consenso” come strumento sostitutivo dei contratti “incompleti”**

Se si accogliesse la visione dell’impresa evocata dalla scuola “contrattualista”, verrebbe considerevolmente ridimensionato l’interesse per i temi connessi alla corporate governance, intesa nella sua accezione propria.

Del resto in un ambiente decisionale scandito e regolamentato da contratti che dettagliano sotto ogni aspetto le relazioni instauratesi con gli interlocutori aziendali non azionisti, si ridurrebbero inevitabilmente gli spazi di discrezionalità lasciati agli organi di governo economico.

Gli aspetti conflittuali con i proprietari dei fattori produttivi, si manifesterebbero soprattutto nella fase “precontrattuale”, quella cioè dedicata a chiarire (ex ante) i contenuti di un accordo. Nella fase successiva, stabiliti i diritti e gli obblighi delle parti, non dovrebbero più sussistere motivi per rinegoziare (ex post) i termini dell’accordo.

Tuttavia l’esperienza insegna che i contratti non sono mai completi, generando conflitti tra le parti.

L'incompletezza dei contratti è circostanza nota e per tale motivo si sono sviluppate le figure dei contratti "*relazionali*" e dei contratti "*impliciti*" come mezzi per regolare e strutturare le relazioni tra operatori economici quando i contratti "completi", o ragionevolmente tali, siano troppo costosi o addirittura impossibili<sup>9</sup>. Queste nuove categorie contrattuali però non risolvono il problema attorno a cui vertono i rapporti dell'impresa con i suoi stakeholder, che è sempre un problema di consenso<sup>10</sup>, il quale a sua volta, dipende dal grado di attrattività del rapporto di partecipazione all'impresa percepito dai suoi interlocutori.

Il profilo predominante a cui informare i rapporti i rapporti con gli stakeholder è pertanto quello del consenso attorno agli obiettivi e agli indirizzi di gestione che l'impresa intende perseguire. Un consenso dalle solide basi non può quindi che trovare fondamenta nel contesto di rapporti duraturi con i diversi interlocutori.

Tali rapporti devono pertanto essere gestiti attivamente con continuità e coerenza nell'ambito di regole idonee a garantire la fiducia e la reciproca soddisfazione dei soggetti che gravitano attorno all'impresa<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> M. Fukao, "*Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Companies*", The Brooking Institution, Washington, 1995, cap 3.

<sup>10</sup> V. Coda, "*Orientamento strategico di fondo*", UTET, Torino, 1988, cap. 11.

<sup>11</sup> G. Zappa, "*Le produzioni nell'economia dell'impresa*", Giuffrè, Milano, 1957, Tomo I; C. Masini, "*Lavoro e Risparmio*", UTET, Torino, 1978, cap. 1.4.

## 1.3 GLI INTERESSI CONVERGENTI DELL'IMPRESA

Da quanto esposto, emergono alcune considerazioni; l'impresa non può essere concepita come un semplice insieme di contratti conferenti al "*principal*" il diritto di disporre del reddito residuale prodotto dall'azienda e, per tale motivo, di ottenere la legittimazione ad esercitare la titolarità della stessa.

L'incompletezza dei contratti genera, di conseguenza, condizioni di incertezza tra le relazioni che l'impresa pone in essere con i suoi interlocutori.

L'alea della gestione aziendale non si ripercuote pertanto solo sugli azionisti, ma, sia pure con intensità diversa, può estendersi ad altre categorie di interlocutori i quali potrebbero vedere disattese le aspettative.

Inoltre, l'equilibrio tra le varie aspettative dei diversi stakeholder non può raggiungersi se la gestione d'impresa è svolta nel preminente vantaggio di una specifica classe di interessi<sup>12</sup>.

Se da un lato, gli azionisti rischiano relativamente più delle altre categorie di interessi, dall'altro non si può fare a meno di osservare che l'impresa, per durare nel tempo, deve assicurare adeguata soddisfazione alle attese dei suoi diversi interlocutori perché, in

---

<sup>12</sup> M. Cattaneo, "*Principi di valutazione del capitale d'impresa*", Il Mulino, Bologna, 1998, pag. 15.

caso contrario, verrebbe abbandonata a vantaggio di altre aziende capaci di realizzare tali attese.

Tornando al filone "contrattualista", è evidente come, al crescere dell'indeterminatezza dei contratti, potrebbero aumentare le problematiche connesse ad inadempimenti, sia nei confronti di regole di comportamento di carattere generale, sia nei confronti di aspettative, non sempre espresse, sui reciproci diritti e obblighi sottostanti le relazioni poste in essere. Rispetto a quest'ultimo aspetto si verrebbero a creare problemi legati alla valutazione dell'inadempienza di una o entrambe le parti<sup>13</sup>.

Si comprende, quindi, l'esigenza di dotare il sistema di governo d'impresa di un complesso di regole e meccanismi idonei a gestire, nell'interesse aziendale, le possibili divergenze tra i differenti soggetti partecipanti al destino dell'impresa.

Tali regole e meccanismi dovrebbero essere in grado di realizzare un equilibrio dinamico tra i contributi ricevuti dall'azienda e le ricompense ai soggetti che le hanno fornite.

In questa ottica, dunque, assumono piena rilevanza le tematiche connesse alla corporate governance<sup>14</sup>.

Da quanto descritto, è facile dimostrare, ad esempio, come gli interlocutori aziendali mostreranno una maggiore o minore propensione a mettere a disposizione dell'impresa le risorse e le energie necessarie ai fini produttivi rapportando la loro disponibilità

---

<sup>13</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 19.

<sup>14</sup> R. Monks, N. Minow, *"On corporate governance"*, Blackwell Business, 1995, cap. 2.

alla percezione che essi hanno dell'adeguatezza del sistema di governo economico nonché della correttezza e della trasparenza dei criteri seguiti nel ripartire il nuovo valore economico in corso di formazione<sup>15</sup>.

Un agente economico razionale difficilmente apporterà risorse, per accrescere il valore economico d'impresa, se ritiene che la propria posizione non sia sufficientemente tutelata dal sistema di governo aziendale.

Regole di buon governo, idonee cioè a suscitare la fiducia degli stakeholder, influenzano significativamente il processo di allocazione delle risorse da destinare all'impresa promuovendo, inoltre la capacità di impegno dei diversi interlocutori aziendali.

Il sistema di corporate governance rappresenta, quindi, se opportunamente gestito, un elemento chiave da sfruttare per suscitare l'interesse dei vari stakeholder nei confronti delle varie iniziative economiche<sup>16</sup>.

Il contributo offerto dalla corporate governance alla bontà delle relazioni intrattenute dall'impresa con i suoi interlocutori assume crescente importanza via via che si consolidano i rapporti e gli interlocutori hanno la possibilità di verificare, ex post, la correttezza e l'efficacia delle regole di governo economico alla luce dell'esperienza maturata.

---

<sup>15</sup> L. Zingales, *"Corporate governance. The new Palgrave Dictionary of Economics and Law"*, in Discussion Paper Series n° 1806, 1997, Centre for Economics Policy

<sup>16</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 20.

In proposito è agevole dimostrare come la presenza di un sistema di governo aziendale informato a regole di correttezza e trasparenza verso i diversi interlocutori aziendali limita, già sul nascere, il sorgere di possibili conflitti di interessi.

In ottica "contrattualista" ciò significa evitare in molti casi quei onerosi processi di rinegoziazione dei contratti che stanno alla base del rapporto di partecipazione all'impresa.

Il sistema di corporate governance migliora pertanto l'efficacia del processo di governo economico nella misura in cui riduce le inefficienze connesse ad una negoziazione continuativa dei rapporti intrattenuti dall'impresa con i fornitori delle sue risorse.

Le regole di un corretto sistema di governo economico devono per quanto possibile attenuare l'asimmetria informativa tra chi detiene elementi conoscitivi rilevanti e chi necessita di tali informazioni per assumere le decisioni più appropriate.

Il problema di fondo è rappresentato dal cosiddetto fenomeno del *moral hazard*<sup>17</sup>, vale a dire una forma di opportunismo legata alla possibilità di non trasmettere importanti informazioni in proprio possesso, o trasmetterle distorte, al fine di aumentare la propria utilità, inducendo altre parti ad assumere comportamenti inefficienti.

In conclusione, si può osservare come un sistema di governo economico che sappia gestire con efficienza ed equità l'attività

---

<sup>17</sup> P. Milgrom, J. Roberts, "Economia Organizzazione e management", Il Mulino, Bologna, 1994, cap.XVI.

“negoziale” legata ai rapporti di natura continuativa non può prescindere dal carattere dell'*accountability* nei confronti dei vari interlocutori, che hanno affidato all'impresa proprie risorse in cerca di valorizzazione.

Ciò sta a significare rendere conto di come tali risorse siano state impiegate nell'attività produttiva e prevedere un sistematico monitoraggio dei risultati ottenuti, al fine di verificare, nel tempo, l'equilibrio raggiunto tra i contributi offerti e le ricompense ricevute. La trasparenza dei comportamenti aziendali e la chiarezza della comunicazione, rappresentano uno strumento per incentivare l'adesione degli interlocutori aziendali al progetto imprenditoriale.

A tal riguardo si sottolinea come la correttezza e la completezza delle informazioni, nell'attenuare le problematiche legate al *moral hazard*, riducono gli oneri connessi alle attività di controllo dei comportamenti aziendali e di ottenimento delle informazioni, indispensabili per verificare il rispetto del progetto di collaborazione proposto dall'impresa.

## 1.4 LA STRATEGIA GENERALE D'IMPRESA

Le questioni affrontate dalla corporate governance derivano dal modello societario che, nella grande impresa, prevede la separazione tra i soggetti proprietari dell'impresa (gli azionisti) da coloro che, nei fatti, la controllano (la classe manageriale).

In questo scenario, il ruolo del management è concepito come quello di chi è responsabile di guidare l'impresa verso l'obiettivo della generazione del valore nel medio lungo periodo, ottenibile solo attraverso la duratura funzionalità d'impresa.

In questo modo si giunge a riqualificare la creazione di nuovo valore economico nel medio lungo termine inteso come accrescimento del benessere aziendale. Questo obiettivo in corenza con le attese degli azionisti, è irrealizzabile senza un forte ed efficace impegno nel soddisfare le aspettative degli altri interlocutori aziendali, la cui lealtà è indispensabile per assicurare un processo imprenditoriale sostenibile nel tempo<sup>18</sup>.

Il management pone talvolta in essere comportamenti destinati a privilegiare obiettivi particolari, non sempre allineati al superiore interesse aziendale.

Un efficace sistema di corporate governance deve pertanto preoccuparsi che l'attività di conduzione aziendale sia al riparo da comportamenti opportunistici dei manager: ciò è reso possibile

---

<sup>18</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 28.

mediante meccanismi che consentono di limitare i costi (di agenzia) legati alla supervisione dell'operato del management e/o sostenuti per incentivare l'adozione di comportamenti manageriali coerenti con la prospettiva di generazione di valore economico nel medio lungo periodo.

Ai fini di una corretta governance aziendale, sono prospettabili alcune soluzioni, volte a disciplinare i rapporti di agenzia, riconducibili ai seguenti noti meccanismi<sup>19</sup>:

- 1) la "regolamentazione", che definisce l'insieme delle norme che disciplinano gli obblighi dell'agente nei confronti del mandante (il principale/azionista);
- 2) il "mercato", che per antonomasia rappresenta il meccanismo atto a regolamentare dall'esterno i rapporti di agenzia che si instaurano tra gli azionisti e la classe manageriale. Il ruolo delle forze di mercato (*market for corporate control*) consiste nel risolvere la dialettica che contrappone i primi alla seconda rendendo possibili le scalate (*takeover*) e favorendo la concorrenza per ottenere il controllo societario;
- 3) il "monitoraggio", secondo il quale non è possibile delegare esclusivamente al mercato l'attività di vigilanza sul management. Entrano quindi in gioco meccanismi di controllo all'interno dell'impresa al fine di evitare la formazione di centri di potere autonomo;

---

<sup>19</sup> M. Reboa, "Proprietà e controllo d'impresa", Giuffrè, Milano, 2002, pag. 29.

4) L'“incentivazione”, che trova espressione in sistemi remunerativi atti a legare i compensi del top management ai risultati aziendali e quindi, in ultima analisi, a riallineare gli interessi degli azionisti con le utilità personali dei manager.

L'attività di governo economico, può essere descritta come la capacità di conciliare gli obiettivi generali dell'organizzazione, intesa nel suo complesso, con gli obiettivi particolari dei suoi componenti e degli altri interlocutori esterni.

In tal senso il *bene comune* rappresenta l'elemento in grado di agevolare il conseguimento di obiettivi individuali in condizioni di piena efficienza delle risorse impiegate o, addirittura, costituisce lo strumento indispensabile per il raggiungimento di obiettivi non realizzabili se perseguiti autonomamente<sup>20</sup>.

Un buon governo societario deve quindi saper fornire a ciascun soggetto adeguati punti di riferimento e validi elementi di giudizio per poter prendere in modo armonico le proprie scelte con quelle degli altri soggetti che partecipano al progetto imprenditoriale, al fine di ottenere, tramite la gestione aziendale, piena soddisfazione per tutti coloro che hanno aderito a quel progetto.

Dalla definizione di Coda sulla strategia generale d'impresa come:  
*“l'insieme di scelte e azioni che definiscono il posizionamento realizzato o ricercato dall'impresa simultaneamente nei diversi*

---

<sup>20</sup> C. Masini, *“Lavoro e Risparmio”*, seconda edizione, UTET, Torino, 1978, par. 3; P. Onida, *“Economia d'Azienda”*, UTET, Torino, 1965, cap. 1.4

*mercati e con i suoi vari interlocutori al fine di raggiungere una condizione di equilibrio complessivo*<sup>21</sup>, è evidente come tale espressione richiami i seguenti aspetti precedentemente descritti:

a) l'impresa pone in essere una miriade di negoziazioni, ognuna delle quali concorre a formare il risultato aziendale complessivo, con un elevato numero di fornitori e risorse e di clienti. Il posizionamento strutturale, va pertanto definito con riguardo a una serie articolata di interlocutori e di mercati;

b) Le ricercate posizioni di equilibrio sono tra loro molto interdipendenti e lo squilibrio in uno solo dei mercati di approvvigionamento o di sbocco in cui l'impresa si trova nel contempo ad operare potrebbe generare, se trascinato, uno squilibrio generale del sistema;

c) La realizzazione di un equilibrio "simultaneo" nei confronti di tutti coloro che partecipano direttamente o indirettamente al progetto imprenditoriale richiama pertanto un problema così complesso da richiamare quello di una risoluzione di un complicato sistema.

Da quanto detto sorge un concetto di equilibrio generale del sistema che va oltre la convenzionale idea di profitto capace di soddisfare i portatori del capitale di rischio.

---

<sup>21</sup> V. Coda, *"Orientamento strategico di fondo"*, UTET, Torino, 1998, pagg 60-70.

## 1.5 LA PROPRIETÀ E IL CONTROLLO D'IMPRESA

Il ruolo del management è concepito come quello di chi è responsabile di guidare l'impresa verso l'obiettivo della generazione del valore economico, da perseguire in un contesto di proficue e costruttive relazioni con i diversi interlocutori che intervengono nell'attività aziendale.

Appare infatti evidente come il duraturo benessere dell'impresa non può prescindere dal dinamico soddisfacimento simultaneo delle istanze espresse dai diversi gruppi di interessi che aderiscono al progetto imprenditoriale.

Per definizione sono i manager a svolgere questo complesso compito su delega degli azionisti, i quali sono titolari dei diritti di proprietà sull'impresa e, in quanto tali, dispongono anche del diritto di esercitare il controllo sulla stessa, con facoltà di designare altri soggetti (i manager) ad agire per proprio conto.

Il problema sorge quando, il management tende a privilegiare obiettivi particolari, funzionali alla propria utilità, rispetto a quelli per cui è stato chiamato a governare l'impresa<sup>22</sup>.

Un efficace sistema di corporate governance deve pertanto porre l'attività di conduzione aziendale al riparo da comportamenti

---

<sup>22</sup> A. Berle, G. Means, *"The Modern Corporation and Private Property"*, Commerce Clearing House, New York, 1932, par. 1.2.

opportunistici dei manager, mediante meccanismi che consentono di limitare i costi (definiti d'agenzia) legati alla supervisione del loro operato e/o sostenuti per incentivare l'adozione di comportamenti manageriali coerenti con una prospettiva di generazione di valore nel lungo periodo.

### **la proprietà dell'impresa**

Le problematiche legate alla cosiddetta *Agency Theory* muovono necessariamente dalla separazione tra proprietà dell'impresa ed il suo controllo, inteso in senso lato<sup>23</sup>.

La posizione degli azionisti, definiti "proprietari" dell'impresa, viene loro riconosciuta dal diritto positivo, che, in questo modo, compensa gli azionisti del rischio a cui sono soggetti perché né la remunerazione, né tanto meno il realizzo del capitale conferito, sono contrattualmente garantiti, a differenza di quanto accade per i fornitori delle altre risorse produttive.

Essi, quindi, sono detentori dei "diritti di controllo residuale"; ciò sta a significare che il "diritto al rendimento residuale" assegna loro la facoltà di assumere ogni decisione riguardante l'uso del "bene-impresa", sempre ché ciò non modifichi quanto spetta ad altri per contratto o non sia contrario a quanto imperativamente fissato per norme di legge.

---

<sup>23</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 40.

Si consideri come la nozione di proprietà evoca alcune prerogative di seguito sintetizzate: il diritto di disporre liberamente del bene posseduto; il diritto insindacabile a regolamentare l'impiego del bene a favore di altri soggetti; il diritto a trasferire diritti reali sul bene posseduto e/o definire altre condizioni contrattuali rispondenti a certe necessità, infine, alla proprietà è sempre indissolubilmente legato un profilo di responsabilità. Chi possiede un bene ha il dovere di verificare che esso sia impiegato in modo da non danneggiare l'interesse di altri soggetti.

In sostanza la proprietà racchiude una combinazione di diritti e obblighi legati al possesso e all'impiego di un bene. Generalmente tanto i primi (diritti) quanto i secondi (gli obblighi) sono definibili con immediatezza.

Si osserva in proposito come nei nostri sistemi economici gli azionisti sono i proprietari delle condizioni patrimoniali, conseguenti ai versamenti di capitale di rischio, ma sarebbe profondamente errato identificare l'azienda in avviato funzionamento soltanto con tali condizioni patrimoniali. È innegabile del resto che il possesso di una quota del capitale azionario, sia essa più o meno significativa, non può mai essere in concreto equiparata al possesso di una corrispondente quota parte del capitale o del patrimonio aziendale; si fa eccezione nell'ipotesi in cui si proceda alla liquidazione dell'impresa e residui qualcosa per i soci.

Il capitale aziendale è sempre da intendersi in senso ampio, vale a dire comprensivo di quelle risorse immateriali che non sono certamente riconducibili agli originari conferimenti degli azionisti, essendo piuttosto il frutto di fenomeni di accumulazione, grazie ai quali le risorse stesse si riproducono e si accrescono, adeguandosi alle esigenze di funzionalità e duraturo sviluppo dell'azienda<sup>24</sup>.

### **La separazione tra la proprietà e il controllo**

Nelle cosiddette *public companies*<sup>25</sup> la proprietà d'impresa e il controllo della stessa divengono a tutti gli effetti concetti ben separati e facilmente distinguibili. Infatti il controllo, nel suo significato letterale, sta per "*padronanza*" e "*dominio*" su qualcosa o su qualcuno; trattandosi di un'impresa esso si manifesta quindi nel controllo dell'attività aziendale.

Nelle *public companies* (definite anche società contenibili), tutti gli azionisti posseggono pacchetti azionari troppo modesti per disporre di un'autorità tale da imporre i propri punti di vista nelle scelte aziendali.

Il management, di conseguenza, riassume nelle proprie mani tutto il potere decisionale sulla strategia e sulla gestione d'impresa.

---

<sup>24</sup> M. Reboa, "*Proprietà e controllo d'impresa*", Giuffrè, Milano, 2002, pag. 43.

<sup>25</sup> "caratterizzata da un azionariato diffuso con una proprietà frazionata e da un forte controllo del top management sulla società, modello frequente nei paesi anglosassoni", M. Saita, "*Economia e Strategia Aziendale*", Giuffrè, Milano, 2000, pagg. 22-23.

I manager sono dunque i *dominus*, sempre ch  un soggetto non accumuli un pacchetto azionario sufficiente a condizionare il loro operato, ovvero ad ottenere condizioni di "controllo (assembleare) precostituito".

Le *public companies* rappresentano per molti versi l'ultima fase dell'evoluzione registrata nel tempo in tema di struttura proprietaria aziendale, che trova la sua forma pi  arcaica nell'impresa individuale, nella quale si registra una sostanziale sovrapposizione tra la figura del proprietario, che conferisce tutto il capitale di rischio, e quella del gestore/controllore dell'attivit  aziendale, il cosiddetto "titolare" d'impresa.

Le *public companies* per loro natura permettono meglio di altre di ragionare sulla separazione tra propriet  e controllo; dall'altro costituiscono, secondo alcuni autori, la pi  efficiente forma proprietaria, verso la quale dovrebbero possibilmente tendere le imprese a controllo precostituito<sup>26</sup>.

Per la maggioranza degli studiosi, la distinzione tra propriet  e controllo d'impresa non trae origine da una precisa scelta sulla presunta superiorit , in termini di funzionamento aziendale, di un modello ispirato alla separazione dei due ruoli rispetto ad altri ispirati alla loro sovrapposizione. Esso rappresenta la naturale risposta a fenomeni e cambiamenti ritenuti espressivi di progresso economico ed ai quali le imprese si sono adeguate efficacemente

---

<sup>26</sup> M. Reboa, *"Propriet  e controllo d'impresa"*, Giuffr , Milano, 2002, pag. 45.

solo accedendo in misura crescente al capitale di rischio e, di conseguenza, allargando la base azionaria.

L'istituto della responsabilità limitata diviene quindi una condizione indispensabile per rendere prontamente trasferibile l'investimento azionario ed assicurarne la sua liquidità.

È cosa nota che l'accesso delle imprese ai capitali azionari trova il suo maggior vincolo proprio nella concreta possibilità che viene offerta agli investitori di potere realizzare il loro investimento in capitale di rischio in tempi ed a condizioni ragionevoli. In tale ottica le imprese hanno proceduto a frazionare i diritti azionari emettendo milioni di titoli di valore unitario sempre più basso, al fine di attrarre verso i mercati azionari un numero crescente di "potenziali" piccoli investitori.

Peraltro il management ha favorito questo processo di ampliamento della base azionaria e di aumento della liquidità dei titoli. Ciò ha in primo luogo permesso alle imprese di raccogliere ingenti masse di capitali di rischio, destinate a finanziare la crescita dimensionale e, con essa, il potere e l'autorità della classe manageriale, a cui ha fatto contrappeso il declino della figura del "proprietario-capitalista"<sup>27</sup>.

In secondo luogo, va osservato come l'aumento del numero degli azionisti fa sì che, a livello di singolo socio, si riduca l'incentivazione a ottenere le informazioni e monitorare l'operato del management.

---

<sup>27</sup> P. Druker, *"The new Realities: in government and Politics, in Economy and Business, in Society and World Wiew"*, London, 1990 in P. Milgrom, J. Roberts, *"Economia Organizzazione e Management"*, Il Mulino, Bologna, 1994, da pag 149.

Quando gli azionisti detengono quote percentualmente ridotte del capitale azionario essi hanno un interesse limitato a sostenere i costi necessari per esercitare un effettivo controllo sull'andamento aziendale. A monte vi è un problema di *trade off* tra oneri (del singolo) e benefici (del gruppo) attesi dall'iniziativa.

L'estremo frazionamento della compagine societaria ha ostacolato il formarsi di alleanze e/o aggregazioni di pacchetti azionari atti a condizionare l'operato dei manager, ovvero ad affermare nelle scelte aziendali il punto di vista degli azionisti.

Quanto detto permettere di comprendere i motivi che hanno spinto gli azionisti a rinunciare ad esercitare i diritti di controllo legati alla proprietà, per attribuire priorità ai diritti economici legati alla trasferibilità ed alla liquidità dell'investimento in capitale azionario. Resta il fatto che gli azionisti hanno delegato pressoché *in toto* al management il controllo sull'attività aziendale, mantenendo in concreto il controllo soltanto sui propri titoli azionari.

La proprietà d'impresa si traduce, in definitiva, nella proprietà di un pacchetto azionario che attribuisce in sostanza il diritto a trasferire a terzi la proprietà e/o altri diritti reali sul pacchetto medesimo nonché quello di partecipare al flusso di ricchezza prodotta dall'azienda. Unitamente a tali diritti la proprietà dei titoli azionari attribuisce altri diritti che presentano connotati tra loro diversi a secondo degli ordinamenti giuridici.

Tali diritti possono riassumersi nei:

- a) diritti a carattere partecipativo da esercitarsi attraverso il voto;
- b) diritti a carattere correttivo, tesi in prevalenza a manifestare dissenso sull'operato degli organi sociali;
- c) diritti residuali patrimoniali legati alla liquidazione della società.

A monte di tutti questi diritti vi sono i d) diritti ad ottenere informazioni sull'andamento aziendale.

Di fatto però, gli azionisti non sono mai messi in grado di influenzare significativamente gli indirizzi tracciati dall'alta direzione, ad essi è stata presentata un'unica alternativa di *"votare con il management oppure di vendere"*<sup>28</sup>.

L'*exit* rappresenta uno strumento deterrente a condizione che gli azionisti operino in un mercato finanziario efficiente e che cedano i loro titoli ad un investitore in grado di acquisire un consistente pacchetto azionario.

## **1.6 I COSTI DI AGENZIA**

I costi di agenzia si manifestano ogni qualvolta chi gestisce l'impresa (l'agente) non è proprietario (il principale) del capitale di rischio conferito.

---

<sup>28</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 54

Per effetto di tale situazione, l'agente che pure agisce in nome e per conto del principale, non beneficia degli incentivi tipici del proprietario. Infatti, se quest'ultimo gestisse direttamente l'impresa, "guadagnerebbe", quale proprietario, una lira aggiuntiva ogni lira incrementale prodotta dal suo impiego in azienda. Il gestore, invece, riceve di norma un compenso fisso, integrato eventualmente da una componente variabile, ma in ogni caso difficilmente potrà vedere riconosciuta una significativa quota del suo sforzo lavorativo, la quale spetta al proprietario<sup>29</sup>.

I costi d'agenzia esprimono quindi gli oneri presenti nella vita delle imprese per risolvere i problemi d'incentivazione manageriale e/o per evitare i cosiddetti comportamenti opportunistici tenuti da parte di chi esercita il controllo sull'attività aziendale.

### **I costi di agenzia nelle *public companies***

I problemi sopracitati trovano la loro massima espressione nelle *public companies*, dove più netta si registra la separazione tra proprietà e controllo d'impresa. Certo è che eventuali meccanismi di remunerazione parametrizzati ai risultati aziendali tendono ad attenuare la portata del problema ma non lo risolvono definitivamente; questi strumenti devono essere sufficientemente vitali ed attenti per valorizzare in misura apprezzabile i previsti miglioramenti nelle performance aziendali, a cui legare i programmi

---

<sup>29</sup> M. Reboa, "Proprietà e controllo d'impresa", Giuffrè, Milano, 2002, pag. 56.

di *stock option* e gli altri sistemi di incentivazione volti a riallineare gli obiettivi d'impresa con le funzioni di utilità personale degli esponenti del top management.

Il duraturo benessere aziendale risulta associato ad un orientamento di lungo periodo, mentre il management deve opera con un orizzonte temporale limitato (coincidente con il suo mandato), all'interno del quale sarà valutato per i risultati raggiunti.

Può così accadere che il management senta l'esigenza di lasciare traccia nel suo operato nel minor tempo possibile, improntando la direzione aziendale ad un orientamento di breve periodo.

Da questa situazione nascono inconvenienti direzionali che riguardano la resistenza manageriale ad impegnare risorse in iniziative che daranno i loro frutti oltre la presunta durata dell'incarico, ovvero a perseguire ugualmente ambiziosi obiettivi, ma cercando di comprimerne la realizzazione in tempi troppo ristretti<sup>30</sup>.

Ed è così che si assiste ad un "palleggiamento" di responsabilità tra la classe manageriale ed il mercato finanziario: la prima accusa il secondo di "miopia speculativa", mentre il secondo ritiene che l'orientamento al breve termine degli investimenti azionari sia la naturale conseguenza dell'incapacità messa in luce dai vertici aziendali nel formulare e perseguire strategie di ampio respiro<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 57

<sup>31</sup> G. Hamel, C.K. Prahalad, *"Strategic intent"*, Harvard Business Review, 1989

Altre inefficienze che stanno all'origine dei costi di agenzia sono l'espressione di scelte manageriali tese a preservare il controllo dell'impresa da parte dei "gestori" non proprietari. Il management, quindi, guarda con estremo favore allo sviluppo dimensionale, a prescindere dai suoi effetti sul valore economico aziendale. Infatti, la crescita contribuisce a stabilizzare l'assetto di potere, perché allontana la minaccia di *takeover* ostili per l'onerosità dell'operazione. Inoltre il valore del controllo, per come può essere fruito dal top management dipende inevitabilmente dall'estensione del suo "impero"<sup>32</sup>.

Un cambiamento non "concertato" del controllo aziendale può suscitare nell'alta direzione preoccupazioni ben maggiori di quelle suscitate negli stessi azionisti. A questi ultimi, infatti, viene data la facoltà di realizzare i propri titoli ad un congruo prezzo; per la classe manageriale la nuova situazione, che si verrebbe a creare, rappresenta solitamente una perdita d'immagine e può significare una battuta d'arresto professionale.

Per tale motivo la classe manageriale ha cercato di far adottare meccanismi e strumenti, tesi a scongiurare il pericolo di scalate ostili e/o volti a compensarla economicamente qualora i *takeover*, nonostante gli sforzi fatti per evitarli, abbiano avuto esito positivo.

---

<sup>32</sup> L. Caprio, "Le strutture proprietarie delle società quotate, l'efficienza della gestione societaria e il diritto", Rivista delle Società, Giuffrè, n°3, 1998.

## **I costi di agenzia nella società a controllo precostituito**

Le inefficienze legate ai costi di agenzia interessano anche le società dove vi è parziale coincidenza tra la proprietà e il controllo; in tali situazioni si rappresenta l'esigenza di tutelare gli altri azionisti, definiti anche *outsider*, del forte potere di condizionamento esercitabile dall'azionista di controllo in virtù del possesso dei diritti di voto che gli consentono di esprimere la maggioranza assembleare.

Nelle società caratterizzate dalla presenza di un azionista "forte" si registra uno scorporo tra lo sforzo profuso dal gestore-azionista per migliorare le performance aziendali e gli incentivi tipici del proprietario.

L'azionista di controllo gestore dell'impresa trarrà quindi beneficio dagli utili addizionali frutto del suo impegno professionale in azienda soltanto in misura proporzionale alla quota del capitale sociale. L'incentivo a massimizzare gli utili distribuibili è quindi meno forte rispetto all'ipotesi in cui egli detenga la totalità azionaria e decresce progressivamente al decrescere della sua quota partecipativa al capitale sociale.

Ciò che in questa sede si vuole sottolineare è come, all'attenuarsi della relazione tra l'investimento diretto in capitale di rischio e l'esercizio del controllo sulla gestione aziendale, cresce la possibilità che le decisioni siano informate a criteri e finalità in parte estranei

a quelli della massimizzazione del valore economico dell'impresa in sé considerata e del valore dell'investimento azionario.

L'azionista che detiene la maggioranza del capitale sociale può dunque essere portato ad incrementare il valore fruibile dal suo controllo con operazioni non sempre allineate con l'interesse degli altri investitori i quali trovano nelle quotazioni dei titoli l'unico mezzo per valorizzare il loro investimento<sup>33</sup>.

Inoltre l'azionista di controllo guarda con preoccupazione le opportunità di sviluppo aziendale da finanziare con ricorso a nuovo capitale azionario se questo comporta una diluizione della propria posizione di controllo.

Le inefficienze evidenziate stanno alla base dei costi di agenzia e si ripercuotono in primis sugli azionisti di minoranza i quali si trovano in una posizione di potenziale vulnerabilità maggiore rispetto a quella degli azionisti delle *public companies*.

La mancata contendibilità del controllo del capitale azionario impedisce loro di cogliere l'opportunità di vedere valorizzati i loro diritti di voto.

I soci di minoranza possono vedere riconosciuto parte del valore incorporato nelle loro azioni grazie alle disposizioni normative che regolamentano l'obbligo di acquisto dei loro titoli. Oltre alla non "contendibilità", le quotazioni di questi titoli possono riflettere anche un ulteriore sconto, definito di "minoranza".

---

<sup>33</sup> A. Mazzoni, "Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate", in *Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, Milano, Luglio-Agosto, 1998.

Lo sconto di "minoranza" definito da Melis "*il valore economico di un pacchetto di azioni inferiore al suo ipotetico valore come quota proporzionale del capitale economico*"<sup>34</sup> esprime la vulnerabilità degli azionisti outsider verso politiche attuate dall'azionista di maggioranza con lo scopo di aumentare il valore fruibile del suo controllo estrinsecando azioni non sempre conformi all'obiettivo di generare nuovo valore economico.

Inoltre, si ricorda poi l'impossibilità, da parte dell'azionista di minoranza, di rimuovere e sostituire il gestore azionista, anche se questi ha dato prova di scarsa capacità manageriale.

L'eventuale riconoscimento dello sconto di minoranza, dipende dalla percezione formatasi sul mercato azionario del grado di lealtà e correttezza, formale e sostanziale, a cui l'azionista di maggioranza intende informare i propri rapporti con gli investitori outsider. Il mercato, infatti sconterà il valore dei titoli a cui sono associati diritti di voto applicando un fattore di sconto inversamente proporzionale alla propensione con cui l'azionista di controllo da prova di tenere in considerazione i punti di vista degli azionisti di minoranza. Si tratta, in sintesi, di vedere tutelate le legittime aspettative di mercato anche in occasione di operazioni aziendali suscettibili di potenziale conflitto di interessi.

---

<sup>34</sup> A. Melis, "*Premio per il controllo, sconto di minoranza e codici di best practice: riflessioni introduttive sulle problematiche di valutazione del sistema di corporate governance*", in AA.VV., "*L'evoluzione degli assetti di corporate governance*", Clueb, 2002, pp. 89-102.

## 1.7 COSTI DI AGENZIA E TEMI DI CORPORATE GOVERNANCE

Alla luce di quanto detto sinora, si comprende come le problematiche sottostanti i costi di agenzia occupano una posizione centrale all'interno dei temi di corporate governance.

Secondo S.A. Ross in: "*The economic theory of agency*" i temi relativi ai costi di agenzia possono essere ordinati sulla base di distinti meccanismi: la *regolamentazione*, le *forze di mercato*, il *monitoraggio* e *i sistemi di incentivazioni*<sup>35</sup>.

I primi due meccanismi configurano le cosiddette soluzioni *arm's length* (traducibili in "applicabili a distanza", cioè soluzioni a prevalente carattere esterno, *outsider system*) i restanti due meccanismi le cosiddette soluzioni relazionali (cioè soluzioni a prevalente carattere interno, *insider system*).

Ognuno dei citati meccanismi, agisce in stretta interdipendenza con tutti gli altri e rappresenta l'elemento di un unico sistema integrato, volto nel suo complesso a minimizzare le inefficienze legate ai costi di agenzia.

La "regolamentazione", nel definire l'insieme di norme disciplinanti gli obblighi del mandatario verso il mandante, definisce lo spazio di manovra a beneficio dell'agente nello svolgimento del suo

---

<sup>35</sup> S.A. Ross, "*The economic theory of agency: the principal's problem*", American Economic Review, n° 63, 1973.

mandato. Con riguardo agli argomenti di governance, è evidente il riferimento a quella parte dell'ordinamento societario che si occupa della struttura, dell'articolazione dei poteri e delle responsabilità degli organi di governo economico, anche per quanto concerne i sistemi di nomina, revoca e controllo dei soggetti che li compongono. Altre norme riconducibili al meccanismo della regolamentazione hanno come finalità la trasparenza, tanto dei comportamenti tenuti dal vertice aziendale tanto dei risultati ottenuti dall'impresa e a quelle volte alla tutela delle minoranze. Queste ultime riguardano tra l'altro i diritti all'*exit*, vale a dire *"il diritto a dismettere a condizioni eque l'investimento in capitale azionario minoritario ed i diritti riconosciuti agli azionisti di minoranza di fare valere le loro istanze all'interno dell'impresa"*<sup>36</sup>.

Alla soluzione dei problemi di agenzia insiti nella corporate governance partecipano, con un ruolo di primo piano, le raccomandazioni non vincolanti ed i codici di autodisciplina emessi da commissioni e da altri organi nazionali preposti al controllo delle società emittenti i titoli quotati e/o alla supervisione del funzionamento del mercato azionario. Nel terreno dell'autoregolamentazione sono inoltre comprese le norme e le altre clausole che le società, nell'ambito dell'autonomia statutaria, possono liberamente darsi per fornire adeguate risposte ai problemi di governo economico. Non si può fare a meno di osservare come queste ultime regole configurano soluzioni che sono liberamente

---

<sup>36</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 75.

ritagliate sulla singola impresa e non vengono imposte dall'esterno. Il meccanismo della "regolamentazione" assume quindi crescenti connotati di tipo relazionale (*insider system*) rispetto alle soluzioni di carattere esterno, *arm's length* ("applicabili a distanza"), proprie degli ordinamenti legislativi (*outsider system*).

Il mercato dei capitali rappresenta un efficiente meccanismo atto a regolare dall'esterno i rapporti di agenzia che si instaurano tra gli azionisti e i manager (soluzione *arm's length*). In pratica, il ruolo delle forze del mercato consiste nel risolvere la dialettica che contrappone i primi (gli azionisti) ai secondi (i manager), mediante le scalate ostili. La minaccia di *takeover* può disciplinare le imprese con un management inefficiente e favorire la ricerca di un migliore assetto aziendale.

L'attività di supervisione e di monitoraggio delegata al mercato necessita, la libera circolazione di conoscenze ed informazioni idonee perché gli operatori esprimano compiutamente le proprie valutazioni e, se ci fosse il caso, esercitare i loro diritti di *exit* e di *voice*.

Analogo ragionamento vale per le norme, imperative o volontarie, finalizzate alla tutela delle minoranze: in assenza di adeguate regole, viene ridimensionata l'attrattività dei mercati azionari nei confronti dei capitali in cerca di impiego. Per ottimizzare il loro funzionamento, i mercati finanziari progrediti ed efficienti spingono le imprese a dotarsi di efficaci norme e regole di governance,

premiando quelle maggiormente impegnate su questo versante e discriminando quelle allineate a standard comportamentali ritenuti quanto meno accettabili.

I meccanismi della "regolamentazione" e del "mercato" si alimentano quindi vicendevolmente e sono parte integrante di un sistema unitario, destinato a ridurre le inefficienze espresse dai costi di agenzia.

Il meccanismo del "monitoraggio" muove dalla considerazione che non è possibile delegare in via esclusiva alle forze che agiscono all'esterno dell'impresa l'intera attività di vigilanza sull'operato del management. In proposito sono state formulate diverse argomentazioni; si tratta innanzitutto di verificare la ragionevolezza delle ipotesi sottostanti al modello del *market for control*, che tra l'altro assume: la completa efficienza del mercato finanziario, la sua attitudine a valorizzare correttamente nelle quotazioni dei titoli le performance aziendali, la presenza di società emittenti con assetti di controllo contendibili<sup>37</sup>. In definitiva i meccanismi imperniati sulle forze esterne di mercato escono fortemente ridimensionate se si osservano gli attuali sistemi economici.

Inoltre, neppure nei contesti ambientali più evoluti si può realisticamente immaginare una completa simmetria informativa.

La soluzione del problema consiste nel fornire agli azionisti adeguate garanzie che il management non abusi della propria posizione, ma si attenga a comportamenti leali e corrispondenti al

---

<sup>37</sup> M. Reboa, "Proprietà e controllo d'impresa", Giuffrè, Milano, 2002, pag. 77.

mandato<sup>38</sup>. Tali garanzie si rinvergono pertanto nell'esistenza di meccanismi di sorveglianza sull'operato del management, appare quindi inevitabile la presenza di costi di agenzia, cioè oneri per il monitoraggio diretto del management da parte degli azionisti, i quali, in caso contrario, non sarebbero disposti a finanziare l'impresa.

Nella corporate governance entrano quindi in gioco le questioni sui controlli all'interno dell'impresa, che riguardano le soluzioni adottate per un'equilibrata distribuzione del potere decisionale tra i vari organi di governo economico e per il rilascio delle deleghe ai soggetti che li compongono. L'obiettivo consiste nell'evitare la formazione di centri di potere autonomo e diviene realizzabile attraverso un sistema di sorveglianza incrociata ed un controllo costante sull'attività svolta dai manager dotati di poteri delegati.

Il tema del controllo è legato a quello della trasparenza informativa: in primo luogo, si pone il problema delle informazioni "interne" destinate ai diversi organi e comitati aziendali. Questi, per un efficace espletamento dei compiti affidati (in primis vigilanza), devono disporre di informazioni necessariamente puntuali, regolamentate, dettagliate e tempestive. In secondo luogo, si pone il problema di disciplinare le procedure di raccolta e ed elaborazione dei dati al fine di assicurare congruità, verificabilità e completezza delle informazioni da rendere all'esterno da parte del vertice aziendale.

---

<sup>38</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 78.

Sono evidenti i legami che uniscono il meccanismo del "monitoraggio" con quelli della "regolamentazione" e del "mercato". L'attività di supervisione e di vigilanza svolta all'interno dell'impresa trova infatti un primo riferimento nella legislazione societaria, che arriva a prevedere la presenza obbligatoria di uno specifico organo con competenze esclusive in materia di controllo ( si pensi al Collegio Sindacale).

Inoltre, la flessibilità della disciplina societaria permette sempre alle imprese di ricercare autonomamente soluzioni organizzative che si avvicinino maggiormente alle *best practice*.

Di tutto questo sarà poi necessario riferirne periodicamente agli azionisti e di conseguenza al mercato, che vede con favore l'attività di vigilanza e fa sentire la propria influenza affinché le imprese si dotino di appropriati sistemi di controllo interno.

Il meccanismo degli incentivi costituisce l'ultima soluzione prospettata per minimizzare le inefficienze originate dai rapporti di agenzia instauratisi tra azionisti e manager.

Un manager con compenso fisso è di norma avverso al rischio, soprattutto se agisce in un mercato del lavoro che presenta poche opportunità di mobilità. Di conseguenza il management sarà propenso ad orientare la sua guida a politiche aziendali conservatrici, prestando minore attenzione al profilo della massimizzazione del valore azionario. Ciò non dovrebbe accadere se il regime contrattuale prevede che tutto il compenso sia

agganciato alle performance ottenute dall'impresa: in questo caso, il management sarà disposto ad assumere un profilo di rischio più elevato ed impegnarsi in iniziative incerte ma che promettono risultati importanti.

Questo tipo di problematiche entrano in pieno nel dibattito sulla corporate governance; sostanziali aumenti dei compensi del top management si sono accompagnati a risultati insoddisfacenti o, in altri casi, l'andamento dei compensi non è risultato per nulla correlato alle performance delle società governate.

## 1.8 IL RUOLO DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE TRA LA PROPRIETÀ E IL CONTROLLO D'IMPRESA

Fino a questo momento l'attenzione è stata volta alla posizione tra gli azionisti e i manager per approfondire i problemi relativi all'equilibrio di potere fra queste due classi di potere.

Gli azionisti di fatto delegano il loro potere al management, a cui affidano la gestione aziendale, ma vogliono adeguate garanzie perché tale potere sia esercitato in maniera corretta, al riparo da comportamenti sleali. Il tema di fondo della governance riguarda pertanto il bilanciamento tra due istanze egualmente importanti: concedere al management ampio potere discrezionale, indispensabile per svolgere proficuamente il suo compito imprenditoriale, e, allo stesso tempo, fare in modo che il management sia responsabile e renda conto (si renda cioè *accountable*) a chi è interessato al destino dell'impresa di come è stato utilizzato questo potere che gli è stato delegato<sup>39</sup>.

Nelle imprese, specie in quelle ad azionariato diffuso, i soci non sono in grado di vigilare individualmente sull'operato dei manager né si può realisticamente assumere che l'intera attività di sorveglianza dei manager possa essere svolta esclusivamente dalle

---

<sup>39</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 81.

forze esterne del mercato. Gli ordinamenti legislativi riservano agli azionisti il diritto di nominare loro rappresentanti (gli amministratori) per supervisionare i manager delle società. La struttura organizzativa aziendale si arricchisce quindi di un organo, dotato di propria autonomia, posizionato al vertice dell'impresa: il Consiglio di Amministrazione. Esso rappresenta l'anello di congiunzione tra soggetti, potenzialmente numerosissimi e che forniscono il capitale azionario, ed i soggetti che occupano le posizioni chiave aziendali e gestiscono le risorse affidate all'impresa nell'ottica della generazione di nuovo valore economico.

In questo quadro dovrebbero pertanto trovare adeguate soluzioni le problematiche originate dai rapporti di agenzia e le principali questioni dibattute della corporate governance.

Le imprese sono dirette e gestite dai manager, i quali rispondono del loro operato al Consiglio di Amministrazione, che può avvalersi di efficaci sistemi di controllo per supervisionare il loro operato. Il Consiglio di Amministrazione, a sua volta, risponde agli azionisti, ai quali spetta l'ultima parola sulla nomina e sull'eventuale sostituzione degli amministratori, quando si ritiene che essi non abbiano efficacemente adempiuto ai loro doveri.

Il bilanciamento dei compiti e delle responsabilità tra questi tre gruppi è realizzato dal mercato finanziario, il quale dovrebbe essere la migliore garanzia per un efficace sistema di governance orientato al benessere dell'impresa e rispettoso delle norme di legge. Da un

tale stato di cose ne trarrebbero ovviamente personale beneficio i suoi primi artefici e gli *stakeholder* che trovano nella duratura funzionalità aziendale il mezzo-fine per soddisfare le loro aspettative.

Tuttavia, il modello di governo aziendale fondato sulla triade "manager-consiglio di amministrazione-azionisti" non ha risolto il problema dell'equilibrata distribuzione dei poteri all'interno dell'impresa.

### **Responsabilità e compiti del Consiglio di Amministrazione**

All'organo amministrativo spetta per legge il compito inderogabile di verificare che l'attività di gestione aziendale affidata ai manager sia svolta nell'interesse sociale, cioè degli azionisti (attuali e futuri) considerati nel loro complesso.

Nell'espletamento di questo incarico fiduciario, gravano sugli amministratori una serie di responsabilità, sino a risultare per molti versi fuori controllo, data l'ampiezza e la generalità degli obblighi di sorveglianza demandati dalla disciplina societaria ai componenti dell'organo amministrativo<sup>40</sup>.

Al fine di meglio inquadrare l'area delle responsabilità degli amministratori, può essere utile richiamarsi a talune regole di

---

<sup>40</sup> *"...la situazione italiana appare paradossale. Ad amministratori e dirigenti incombono, attraverso le clausole generali del dovere di diligenza del mandatario e del dovere di vigilanza, a tutto campo e senza distinzioni sulla gestione sociale, gravi responsabilità..."* in P.G. Marchetti, *"Corporate Governance e disciplina societaria vigente"*, Rivista delle Società, Giuffrè, Milano, 1996.

*common law*. Il riferimento è ai cosiddetti *Principles*, redatti dall'American Law Institute<sup>41</sup>. Secondo tale fonte, nello svolgimento del loro incarico gli amministratori devono attenersi al rispetto dei *duties of care* (doveri di vigilanza) e dei *duties of loyalty* (doveri di lealtà).

I primi riguardano il dovere degli amministratori di compiere con diligenza gli obblighi derivanti dal loro ufficio. Tali doveri sono soddisfatti quando gli amministratori agiscono in buona fede, nel massimo interesse della società e con la diligenza che ci si aspetterebbe da una persona mediamente prudente in simili situazioni e circostanze. Per far fronte alle loro responsabilità gli amministratori devono tra l'altro preoccuparsi di raccogliere ed elaborare una quantità ragionevole ed esaustiva di informazioni e poter dimostrare come, le scelte effettuate risultate ragionevoli ed opportune.

Il *duty of loyalty* consiste nell'obbligo degli amministratori di tenere un comportamento corretto con la società quando essi agiscono nel loro personale interesse a prescindere dalla sua natura. Il *duty of loyalty* traduce, in positivo, ciò che nel nostro ordinamento giuridico viene espresso, in negativo, dal tema del "conflitto di interessi".

Secondo gli American Law Institute Principles, quando gli amministratori dimostrano di aver agito con la necessaria e

---

<sup>41</sup> V.F. Ghezzi, "I doveri fiduciari degli amministratori nei principles of corporate governance", *Rivista delle Società*, Giuffrè, n°2, 1996; M. Benvenuto, "La struttura dei poteri nel governo delle società", *Rivista delle Società*, Giuffrè, n°5-6, 1997.

ragionevole diligenza e senza interessi personali non potranno essere accusati di avere disatteso alle responsabilità verso i soci, almeno da un punto di vista legale, anche se hanno assunto decisioni di fatto dannose per la società. Gli amministratori, in sostanza, sono rimessi al cosiddetto *business judgement rule*.

In tutti gli ordinamenti societari, "diligenza" e "lealtà" rappresentano i doveri-cardine a cui gli amministratori devono sempre attenersi nell'espletamento del loro mandato fiduciario. Questa attività si compone delle due anime qualificanti il ruolo dell'organo amministrativo: il consiglio deve saper *gestire* l'impresa (seppur indirettamente, attraverso la nomina del top management e la formulazione degli indirizzi da impartire agli *executive* a cui spetta il compito di dirigere l'impresa) e deve saper *sorvegliare* la gestione aziendale, svolta nel quotidiano dal management<sup>42</sup>.

Le principali funzioni demandate al consiglio di amministrazione sono sinteticamente riconducibili ai seguenti aspetti:

- 1) selezionare, valutare sistematicamente e rimuovere gli esponenti massimi del top management (*chief executive officer*), definire i poteri da assegnare loro attraverso le deleghe e determinare loro remunerazioni;
- 2) esaminare, approvare quando sia ritenuto opportuno, i piani aziendali redatti dagli *executive*. Verificare la congruità di tali

---

<sup>42</sup> P. Montalenti, "Corporate Governance: Raccomandazioni Consob e prospettive di riforma", in Rivista delle società, Milano, 1997, pag 713.

programmi alla luce dei principali cambiamenti intervenuti nell'ambiente e nell'impresa;

3) assistere e supportare il processo decisionale del top management contribuendo a plasmare il contesto strategico ed organizzativo nel quale il management è chiamato ad operare. Vigilare successivamente che le modalità di conduzione aziendale siano coerenti con l'impostazione strategica desiderata e compatibili con le risorse disponibili nella prospettiva finale di generazione del valore economico nel medio lungo termine;

4) verificare l'adeguatezza del sistema di controllo interno, con particolare attenzione alle situazioni suscettibili di possibile conflitto di interesse nonché alla correttezza degli adempimenti richiesti dalla legge o da altri regolamenti a cui aderire su basi cogenti e volontarie;

5) riferire agli azionisti del loro operato.

Il modello societario di riferimento poggia, nel rispetto delle loro competenze, sull'equilibrata distribuzione delle responsabilità tra il consiglio di amministrazione (con compiti di governo) e il management (con compiti di direzione) e pertanto sul ruolo di supervisione ad opera degli amministratori. In questo senso si assume che il management svolge compiti di direzione aziendale e rende quindi conto delle proprie azioni e dei propri comportamenti all'organo amministrativo (si renda cioè *accountable*)<sup>43</sup>.

---

<sup>43</sup> M. Reboa, "Proprietà e controllo d'impresa", Giuffrè, Milano, 2002, pag. 87.

La disciplina societaria attribuisce espressamente al Consiglio di Amministrazione la massima responsabilità per il conseguimento dell'interesse sociale.

Il management svolge un impegno quotidiano nell'attività aziendale, è dotato di una specifica professionalità, è il primo destinatario delle informazioni rilevanti per le decisioni e, di conseguenza, per la valutazione sul proprio operato.

Inoltre, per il meccanismo delle deleghe o per una particolare contiguità con l'azionista di riferimento, può accadere che siano proprio i *chief executive officer* (CEO) a designare gli amministratori, e non viceversa. Se si ha presente questa situazione, risulta difficile pensare che l'organo amministrativo svolga efficacemente il ruolo di governo che è chiamato a ricoprire. Peter Drucker evidenziato le criticità del sistema; la vera situazione di fondo è che in assenza di una disciplina e di una cultura imperniata sull'*accountability*, viene progressivamente meno la forza attrattiva del modello societario basato sulla separazione tra proprietà e controllo e perde la sua capacità di competere la forma societaria su cui si fonda il nostro sistema economico<sup>44</sup>.

Vanno quindi inquadrati come obiettivi tipici della corporate governance quelli volti a rafforzare il ruolo e l'autorevolezza del Consiglio di Amministrazione rispetto ai manager operativi, con

---

<sup>44</sup> P. Drucker, *"The new realities: in Government and Politics, in Economy and Business, in Society, and World View"*, London, 1990

funzioni quindi di controllo tali da perseguire una garanzia per tutti gli azionisti e per gli altri attori partecipi del destino dell'impresa<sup>45</sup>.

---

<sup>45</sup> M. Reboa, *"Proprietà e controllo d'impresa"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 88.

# IL GOVERNO SOCIETARIO

## introduzione

L'attenzione posta sul tema del governo societario è aumentata nel corso degli ultimi anni dovuta agli scandali societari, all'aumento della rilevanza degli investitori istituzionali nella partecipazione al capitale di rischio delle imprese e ancora al processo di globalizzazione che ha interessato i mercati e la finanza.

Nonostante ciò, è possibile rinvenire tracce della trattazione del problema del governo societario già in opere risalenti al 1776. Ci riferiamo in questo caso all'opera di Adam Smith "*An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*" in cui l'autore spiegava già allora come i manager delle società per azioni, le *joint stock companies*, avessero difficoltà nel gestire il capitale di altri e soprattutto nel farlo con la stessa diligenza che avrebbero portato nel caso in cui il denaro fosse stato il loro<sup>1</sup>.

L'attenzione riposta su questa tematica va ricercata anche nella convinzione che la variabile corporate governance possa giocare un ruolo di rilievo sul livello di competitività aziendale, attraverso una maggior efficienza della gestione contribuendo, di conseguenza, alla

---

<sup>1</sup> "*The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own*". A. Smith, "*An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*", Cap 1, part 3, art. 1, 1776.

creazione di valore e di conseguenza alla realizzazione di migliori performance.

Un sistema di governo aziendale che garantisce l'*accountability* e la trasparenza risulterà di certo molto più attraente agli occhi degli investitori, rispetto a realtà che danno segno di scarsa trasparenza e lasciano spazio a dubbi sul comportamento opportunistico da parte dei soggetti ai vertici.

Vittorio Coda fornisce un'utile definizione di soggetto *accountable* verso un altro, descrivendolo come colui che *"non già è vagamente o genericamente responsabile di fronte a quest'ultimo ma che se, in forza della sua responsabilità, risponde delle sue azioni a tale soggetto al quale è tenuto a rendere conto delle stesse"*<sup>2</sup>.

L'autore, inoltre, si sofferma sul significato di sistema di governance basato sull'*accountability*, sostenendo che ciò coincida con una struttura manageriale che risponde ai propri vertici, con un amministratore delegato che a sua volta risponde al consiglio, con il consiglio che risponde all'assemblea, quindi di fatto con l'impresa ed i suoi organi che rispondono a chi di dovere.

---

<sup>2</sup> V. Coda, "L'impresa responsabile, Creazione di valore, corporate governance e informativa societaria", a cura di P. Mella e D. Vello, Giuffrè Editore, 2007, pag. 354.

## 2.1 PROBLEMI DI GOVERNANCE E CRITICITÀ DEL SISTEMA ITALIANO

Struttura proprietaria e sistemi di controllo delle imprese sono i parametri principali a cui si fa riferimento per distinguere i modelli di corporate governance.

È possibile così individuare<sup>3</sup>:

- la public company caratterizzata da un azionariato diffuso con una proprietà frazionata e da un forte controllo del top management sulla società, modello frequente nei paesi anglosassoni;
- l'impresa consociativa, tipica dell'esperienza tedesca e giapponese, dove il controllo è in mano ad un nucleo di azionisti di riferimento (banche, istituti finanziari, ecc.) è altresì caratterizzata da un potenziale finanziario elevato e da un basso grado di contendibilità societaria;
- l'impresa padronale, tipica dell'esperienza italiana, è caratterizzata dalla figura centrale dell'imprenditore che concentra in se il ruolo di proprietario azionista e di manager operativo.

Il sistema di corporate governance italiano caratterizzato da gruppi piramidali, proprietà familiare e imprese pubbliche presenta anomalie che si ripercuotono nei meccanismi volti a garantire trasparenza e tutela degli investitori.

Il mantenimento del controllo della proprietà, si riflette in un elevato grado di rischio di collusione tra la stessa proprietà ed il management

---

<sup>3</sup> M. Saita, *"Economia e Strategia Aziendale"*, Giuffrè, Milano, 2000, pagg. 22-23.

con conseguenze sui controlli posti in essere dagli organi di governance rispetto l'operato del management, a scapito degli interessi degli azionisti di minoranza<sup>4</sup>.

Problemi di corporate governance sorgono quando esiste uno scostamento tra chi beneficia effettivamente delle decisioni degli organi di governo e chi dovrebbe beneficiarne.

Nel contesto italiano ciò si traduce in un conflitto di interessi tra azioni di maggioranza ed azionisti di minoranza e tra azionisti e conferenti capitale.

### **2.1.1 elementi di criticità nel contesto italiano**

Da uno studio effettuato da Fabbri sono emersi svariati elementi di criticità del contesto italiano<sup>5</sup>.

Un primo elemento di criticità è imputabile al sistema normativo in quanto dalla sua ambiguità vengono a determinarsi situazioni di criticità come ad esempio una sovrapposizione di cariche e competenze degli organi di governo preposti al controllo.

Di conseguenza si possono creare situazioni in cui non si ha un controllo efficace rispetto l'operato del management.

---

<sup>4</sup> A. Fabbri, *"Situazioni di criticità e problemi di governance relativi alle società quotate italiane"*, in *"Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano"*, Etas, Milano, 1998, pag. 164.

<sup>5</sup> A. Fabbri, *"Situazioni di criticità e problemi di governance relativi alle società quotate italiane"*, in *"Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano"*, Etas, Milano, 1998, pagg. 167-171

Un altro elemento è rappresentato da una scarsa qualità dell'informazione: in molti casi esiste un intento specifico da parte di chi detiene il potere decisionale a fornire un'informativa non completa.

L'autonomia statutaria può costituire anch'essa, se mal utilizzata, un ostacolo al funzionamento degli organi di governo nel momento in cui crea una distribuzione asimmetrica del potere favorendo in certi casi gli interessi di determinati gruppi di stakeholder.

Anche la proprietà azionaria può risultare una causa di criticità nel momento in cui si ha un'ingerenza degli azionisti di riferimento nella gestione aziendale, estromettendo di fatto gli azionisti di minoranza dalla definizione delle linee guida strategiche.

Il top management, a sua volta, nel momento in cui pone in essere comportamenti opportunistici a suo favore a scapito della società interferisce al corretto funzionamento della governance.

Le cause di criticità sopraesposte generano delle conseguenze che possono essere di natura giudiziaria ovvero derivanti da infrazioni di norme, possono agire sulla composizione degli organi di governo ed infine possono andare ad agire sul titolo azionario attraverso ad esempio una sospensione della quotazione.

Sulla base di quanto esposto risulta importante avere dei meccanismi di sorveglianza volti a controlli soprattutto di merito ed una rendicontazione di tali controlli attraverso meccanismi di valutazione.

Emerge la necessità di avere un'informativa più corretta e trasparente volta a tutelare maggiormente l'azionista di minoranza che si ritrova in situazioni di "debolezza".

Anche il quadro normativo di riferimento dovrebbe lasciare meno margine a situazioni di ambiguità e definire chiaramente ruoli e funzioni affinché non possano porsi in essere comportamenti illeciti ed opportunistici.

## **2.2 CORPORATE GOVERNANCE E REGOLE DI "BUON GOVERNO"**

La fase economica che stiamo vivendo caratterizza i valori e lo stile di vita delle persone, dello Stato, dei processi economici ed i modelli gestionali.

La globalizzazione, lo sviluppo di nuove tecnologie e la finanziarizzazione dell'economia, hanno influito sulla gestione aziendale e la hanno legata a doppio filo con le attese degli stakeholder.

In tal senso l'economicità può essere raggiunta solo attraverso il consenso delle classi di soggetti che a vario titolo sono interessate alla gestione stessa<sup>6</sup>.

L'economicità è allo stesso tempo causa e conseguenza della capacità di attrarre capitali e risorse per legarle con successo alle combinazioni economiche<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> E. Giannesi, *"Corso di economia aziendale"*, Cursi, Pisa, 1979, vol. I.

La necessità di attrarre capitali in un'economia caratterizzata da alti livelli di globalizzazione diviene un elemento che pone in competizione aziende appartenenti a paesi e settori diversi e per tale motivo orientate da differenti variabili<sup>8</sup>.

Per tale motivo assume particolare importanza presentarsi su un mercato globale con un sistema di regole che consentano ai diversi interlocutori di riuscire a formulare oggettivamente un parere circa la gestione societaria.

In tal senso, si è assistito, negli ultimi anni, ad un proliferare di norme rivolte ad avere un allineamento tra strutture di governance, regolamenti ed organi societari tesi ad equilibrare gli interessi, i poteri ed i rapporti tra i soggetti in grado di influenzare il governo societario.

La normativa ha posto particolare attenzione ai meccanismi di distribuzione di poteri di indirizzo strategico e le regole di espressione dei rapporti aziendali<sup>9</sup>.

Assume, quindi, particolare rilievo la definizione di assetto di governo delle imprese elaborata da Airoldi, Brunetti e Coda quale *"modalità di organizzazione del governo d'azienda in cui risultano prevalenti gli interessi di due categorie di soggetti- i conferenti capitale di rischio e i prestatori di lavoro- nella quale l'assegnazione dei diritti di proprietà alle*

---

<sup>7</sup> S. Garzella, N. Nardi, *"I Requisiti del buon governo"*, collana AIDEA :La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale", Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 51.

<sup>8</sup> M. Galeotti, *"La finanza del governo dell'azienda"*, Apogeo, Milano, 2008 collana AIDEA: La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale", Il Mulino, Bologna, 2010 op. cit. prec. pag. 52.

<sup>9</sup> A. Zattoni, *"Chi dovrebbe governare un'impresa"*, in "economia e management", 2005, 4

*stesse due categorie di portatori di interesse da luogo ad un efficace governo economico*<sup>10</sup>”.

Le ricerche, per determinare i requisiti di buon governo, sono state molteplici finalizzate a comprendere da un lato le ragioni per cui si sono elaborati dei codici di corporate governance analizzando anche i pareri di operatori esperti<sup>11</sup> e dall'altro si è cercato di correlare il buon governo societario alle performance societarie<sup>12</sup>.

Vi sono state inoltre ricerche volte al raffronto tra i dispositivi normativi caratterizzanti i diversi paesi confrontandone struttura e articolazione delineando differenze e similitudini<sup>13</sup>.

## **2.3 I REQUISITI DEL “BUON GOVERNO”**

L'azienda, nella teoria istituzionale, è intesa quale sistema sociale caratterizzata dal fattore umano e dalle sue forme di aggregazione<sup>14</sup>.

Questo ci permette di capire l'importanza di soggetti che interagiscono all'interno dell'azienda quale fattore determinante per il successo.

Nell'ambito del soggetto economico definito da Onida *“la persona o il gruppo di persone che di fatto ha ed esercita il supremo potere*

---

<sup>10</sup> Airoidi, Brunetti, Coda, *“Lezioni di economia aziendale”*, Il Mulino, Bologna, 1991, pag. 151.

<sup>11</sup> D.R. Dalton, C.M. Daily, A.E. Ellstrand, J.L. Johnson, *“Meta analytic review of board composition, leadership structure, and financial performance”*, in *“Strategic Management Journal”*, 1998, 19, pag. 269-290.

<sup>12</sup> R.J. Epstein, D.L. Rubinfeld, *“Merger simulation with brand-level margin data: Extending Pcaids with nets”*, in *“Advances in Economic Analysis and Policy”*, 2004, 4, 1.

<sup>13</sup> A. Zattoni, F. Cuomo, *“Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives corporate governance”*, in *“An International Review”*, 2008, 1.

<sup>14</sup> M. Saita, *“Economia e Strategia Aziendale”*, Giuffrè, Milano, 2000, pag. 9.

*nell'azienda, subordinatamente solo ai vincoli d'ordine giuridico e morale ai quale deve o dovrebbe sottoporsi*<sup>15</sup>, ritroviamo gli attori chiave, persone che pro tempore svolgono un ruolo fondamentale nella vita aziendale<sup>16</sup>, e con le proprie scelte determinano le modalità con la quale l'azienda interagisce con i diversi interlocutori, determinano le combinazioni dei fattori produttivi ed il susseguirsi di attività destinate a creare ricchezza.

In materia di corporate governance è possibile individuare un'area di soggetti che ricoprono ruoli fondamentali nei processi decisionali e in qualche modo sono riconducibili ai soggetti economici.

Dato il ruolo di rilievo svolto da tali soggetti e le ripercussioni che le loro decisioni possono far ricadere su tutti i portatori di interessi, il legislatore ha individuato e sottolineato l'importanza di alcuni requisiti quali: professionabilità, indipendenza, onorabilità e autorevolezza<sup>17</sup>.

L'evoluzione del quadro normativo di riferimento ha portato all'introduzione e all'aggiornamento dei codici di corporate governance.

In questa direzione, in Italia, è stato introdotto nel 1999 il *Codice Preda*, codice di autodisciplina per le società quotate, successivamente modificato nel 2006.

Nel mondo anglosassone troviamo nel 1992 il *Cadbury report*, seguito dal *Greenbury report* nel 1995 e successivamente nel 1998 *Hampel report* confluiti nel *Combined code* nel 2008.

---

<sup>15</sup> P. Onida, *"Economia aziendale"*, UTET, Torino, 1963, pag. 21.

<sup>16</sup> A. Nobolo, *"Continuità e sistemi di governo economico"*, Egea, Milano, 2000, pag 31.

<sup>17</sup> Oecd 2004, cod. civ. artt. 2387 e 2397.

Anche Stati Uniti Francia e Germania si sono distinte nella produzione di codici di autodisciplina per le società quotate.

### **2.3.1 la professionalità**

La complessità delle dinamiche e dei fenomeni gestionali ci permettono di capire il motivo per cui è richiesto il requisito di professionalità. Infatti, solo persone dotate di particolari competenze possono essere in grado di garantire all'azienda la possibilità di successo e sopravvivenza<sup>18</sup>.

Tuttavia il requisito di professionalità viene meno data l'impossibilità di limitare l'attività di esercizio economico, la varietà di contesti e situazioni.

Inoltre risulta arduo identificare caratteri e requisiti che possano in qualche modo essere espressione efficace della professionalità richiesta agli amministratori e ai componenti l'organo di governo<sup>19</sup>.

Nei fatti tuttavia, sebbene l'importanza di questo requisito, mancano tentativi strutturati di elaborare definizioni o criteri per delineare la professionalità denominata da taluni competenza degli organi di governo<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> U. Bertini, *"Il sistema d'azienda. Schema di analisi"*, Giappichelli, Torino, 1990 in in collana AIDEA: La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale", Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 60.

<sup>19</sup> F. Mancinelli, *"I risultati dei controlli sull'amministrazione ed il parere condizionato: aspetti della relazione dei sindaci al Bilancio"*, in "Le Società", 2000, 9

<sup>20</sup> M Caratozzolo, *"I requisiti di onorabilità e professionalità dei sindaci di società quotate"*, in "Le Società", 2000, 9.

Le istituzioni e gli organismi di regolamentazione tendono a realizzare un diverso mix tra la tutela della libera iniziativa imprenditoriale e la tutela dei diversi stakeholder.

Il concetto di professionalità assume quindi una forma definita e delineata dalla presunzione che venga acquisita ricoprendo ruoli amministrativi e dirigenziali nel corso del tempo<sup>21</sup>.

Il requisito principale di buon governo risiede nell'armonica combinazione di doti e competenze imprenditoriali, intese come propensione al rischio, e manageriali specialistiche, relative ad attitudini organizzative.

Con il crescere dell'azienda aumentano gli stakeholder coinvolti e di conseguenza le esigenze di tutelarli. Viene così formalmente istituzionalizzato il concetto di professionalità e viene introdotta la previsione obbligatoria di organi preposti al controllo<sup>22</sup>.

Anche per gli organi di controllo tale requisito viene ricollegato al concetto di esperienza acquisita con il trascorrere del tempo.

Se la professionalità risulta un requisito necessario per il "buon governo", appare difficilmente disciplinata e peraltro non sufficiente<sup>23</sup>.

In tal senso è possibile rilevare che la professionalità richiesta per l'organo di controllo, seppur in modo non chiaramente definita, non

---

<sup>21</sup> S. Garzella, N. Nardi, *"I Requisiti del buon governo"*, collana AIDEA :La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale", Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 61.

<sup>22</sup> S. Garzella, N. Nardi, *"I Requisiti del buon governo"*, collana AIDEA :La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale", Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 62.

<sup>23</sup> S. Garzella, N. Nardi, *"I Requisiti del buon governo"*, collana AIDEA :La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale", Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 63.

sembra correlata ad una maggiore performance della aziende rispetto a quelle dove tale previsione non è richiesta<sup>24</sup>.

### **2.3.2 L'indipendenza**

L'efficacia e l'efficienza dell'azione di governo richiede la formazione di organi di controllo che tutelino da un lato gli interessi dei soggetti che a vario titolo partecipano alla vita aziendale, dall'altro che riescano a minimizzare i comportamenti opportunistici dei gestori rispetto la proprietà.

In tal senso assume particolare rilevanza il requisito di indipendenza intesa come capacità del singolo di formulare giudizi obiettivi e liberi da interessi diversi da quelli aziendali sull'azione di governo<sup>25</sup>, richiesto per i soggetti deputati al controllo ed estesa anche a quella parte di amministratori non esecutivi.

Il tema dell'indipendenza ha assunto nel tempo molta importanza ed è uno dei temi più analizzati nel campo della corporate governance.

Nonostante ciò, non esiste una definizione di indipendenza universalmente accettata in quanto tale requisito non solo è rivolto a

---

<sup>24</sup> R.J. Epstein, D.L. Rubinfeld, *"Merger simulation with brand-level margin data: Extending Pcaids with nets"*, in *"Advances in Economic Analysis and Policy"*, 2004, 4, 1.

<sup>25</sup> S. Garzella, N. Nardi, *"I Requisiti del buon governo"*, collana AIDEA :La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale", Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 64.

diversi attori ma è strettamente legato ai differenti sistemi di governo societario<sup>26</sup>.

Nella normativa italiana il requisito è espressamente previsto in relazione per i diversi attori coinvolti nel governo dell'azienda<sup>27</sup>, tuttavia la definizione di indipendenza è stata introdotta nel Codice Preda nel 1999 art. 3 secondo la quale sono amministratori indipendenti coloro che "non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l'emittente, relazioni tali da condizionarne attualmente l'autonomia" esteso successivamente ai sindaci art. 10 i quali "devono agire con autonomia e indipendenza anche nei confronti degli azionisti che li hanno eletti".

Affinché lo stato d'indipendenza produca effetti positivi sulle dinamiche del governo societario non dovrebbe essere rigidamente inquadrato dentro schemi giuridici ma sarebbe utile tradurlo in requisiti specifici a secondo del contesto in cui ci si ritrova ad operare.

### **2.3.3 l'onorabilità**

Il buon funzionamento dell'azienda dipende *"dall'insieme dei caratteri di struttura e funzionamento degli organi di governo e di controllo"*<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> A. Zattoni, F. Cuomo, *"Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives corporate governance"*, in *"An International Review"*, 2008, 1.

<sup>27</sup> Cod. Civ. artt. 2387, 2399, 2409 duodecies septiesdecies octiesdecies.

<sup>28</sup> V. Coda, *"Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto"*, in scritti di Economia Aziendale in Memoria di Raffaele d'Oriano, Primo Tomo, Cedam, Padova, pag. 333.

Le persone, componenti l'organo di governo, instaurano un rapporto fiduciario con i vari interlocutori attraverso l'adozione di comportamenti leali e trasparenti<sup>29</sup>.

Al requisito di onorabilità si lega una finalità di trasparenza volta a ridurre le situazioni di lesione della sana e prudente gestione.

Nel panorama giuridico italiano un soggetto è considerato onorabile in assenza di cause di ineleggibilità ovvero di precedenti penali, inoltre lo Statuto aziendale può prevedere altre cause.

Nonostante tale requisito sia scarsamente sviluppato si ritiene che il concetto di onorabilità, legato al concetto di etica aziendale, sia sostanziale per la credibilità dell'azienda e di chi vi opera al suo interno.

#### **2.3.4 L'autorevolezza**

L'autorevolezza esprime non solo la professionalità del soggetto ma anche la sua capacità di essere riconosciuto come soggetto dotato di particolari competenze e per tale motivo ascoltato e tenuto in considerazione.

L'autorevolezza scaturisce dal possesso dei requisiti precedentemente esposti quindi dal possesso di elevate competenze, dalla capacità di astrarsi da particolari interessi e dal non essere stato coinvolto in situazioni tali da compromettere l'onorabilità<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> V. Perrone, *"La fiducia è una cosa seria"*, in *"Economia e Management"*, 2004, 3

<sup>30</sup> S. Garzella, N. Nardi, *"I Requisiti del buon governo"*, collana AIDEA : La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale", Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 75.

In tal senso si è sviluppata ed ha acquisito importanza la figura del *lead independent director*, auspicata nel caso di sovrapposizione di cariche di amministratore delegato e presidente<sup>31</sup>, con finalità di coordinare la componente non esecutiva all'interno del board<sup>32</sup>.

È verosimile considerare che tanto maggiore è l'autorevolezza acquisita nel tempo e le difficoltà incontrate per acquisirla, tanto minore sarà il rischio che il soggetto sia propenso o accetti di compromettere quanto acquisito con impegno<sup>33</sup>.

### **2.3.5 Modelli di governance e aspettative degli stakeholder**

Un buon sistema di governance deve essere in grado migliorare la qualità dell'impresa nella sua globalità, per poter realizzare una gestione corretta, efficace ed efficiente<sup>34</sup>.

L'implementazione di un "buon" sistema di governance richiede la definizione di un modello aderente alla realtà per la quale deve operare l'impresa, in coerenza con le sue esigenze e le sue caratteristiche.

---

<sup>31</sup> A. Zattoni, *"Assetti proprietari e corporate governance"*, Egea, Milano, 2006

<sup>32</sup> M. Useem, *"Non profit management and leadership"*, University of Philadelphia, 2006

<sup>33</sup> S. Garzella, N. Nardi, *"I Requisiti del buon governo"*, collana AIDEA: La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale", Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 76.

<sup>34</sup> U. Bertini, *"Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore"*, collana AIDEA: "Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria", Il Mulino, Bologna, 2009, p. 45.

Secondo tale visione, l'azienda dovrebbe interrogarsi sulla qualità della leadership; se questa debba perseguire la condivisione del potere oppure il suo accentramento in capo ad un unico soggetto, o ancora pensare a quale possa essere il ruolo da affidare all'organo preposto al controllo; se relegarlo ad una supervisione oppure se estenderlo anche alla definizione dell'attività strategica.

Un buon sistema di governance si basa certamente anche sulla giusta composizione dei vari interessi in gioco senza che ciò rappresenti, tuttavia, il vero ed unico obiettivo della governance.

Gli stakeholder che all'interno di un sistema di governance hanno un ruolo principale (azionisti, amministratori e dirigenti) sono anche coloro che hanno maggiori responsabilità e aspettative reddituali: devono garantire la trasparenza della gestione e devono tutelare gli interessi degli stakeholder "minori"<sup>35</sup>.

Un altro aspetto che risulta influente rispetto al miglioramento della qualità del governo societario su cui si indaga è rappresentato dalla *personalità del capo azienda*.

La personalità del capo azienda, ad esempio, e la sua capacità di imporre il proprio ruolo senza risultare arrogante riuscendo ad integrare le diverse forze che operano al servizio dell'azienda è la vera carta da giocare per conseguire buoni risultati gestionali.

---

<sup>35</sup> U. Bertini, "Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore", collana AIDEA: "Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria", Il Mulino, Bologna, 2009, p. 50.

Inoltre per poter creare valore a vantaggio dell'intera azienda è necessario soddisfare contemporaneamente le diverse aspettative dei diversi portatori di interesse.

## **Il controllo della gestione**

L'area del governo societario, come si è potuto notare, è l'area in cui convergono gli interessi contrapposti di tutti i soggetti aventi maggiori aspettative sui risultati della gestione.

Tutto il processo di governance ruota attorno al Consiglio di amministrazione e si rendono necessarie in tal senso azioni di controllo.

Assume particolare importanza, in questo contesto, il ruolo degli amministratori indipendenti essendo loro assegnato un ruolo determinante non solo relativo al controllo ma anche alla partecipazione della formulazione delle strategie, divenendo di fatto il perno del sistema di corporate governance.

È necessario quindi, affinché quanto esposto sia reso nei fatti possibile, che tali soggetti abbiano competenze professionali e senso critico che gli permettano di esercitare un controllo, sostanziale e non formale, su aree potenzialmente esposte a conflitto di interesse.

Perno dell'attività di controllo sono gli organi aziendali preposti al controllo interno, l'attività di *internal audit* deve avere pertanto ampia autonomia rispetto ai vertici dell'organizzazione aziendale.

Un effettivo controllo sostanziale, garantendo un miglioramento della gestione e maggiore tutela degli interessi, dovrebbe quindi riuscire a rafforzare le potenzialità competitive dell'azienda stessa.

Si viene a creare, dunque, un "circuito virtuoso" grazie al quale la corporate governance contribuisce a far crescere il valore dell'azienda, il quale a sua volta soddisfa le attese degli stakeholder consentendo a sua volta di migliorare la governance<sup>36</sup>.

Questa relazione è fondamentale in quanto consente non solo un miglioramento economico (conseguente alla creazione di valore), ma anche qualitativo, dal punto di vista delle relazioni collaborative che l'impresa riesce ad instaurare con i propri portatori d'interesse.

### **2.3.6 Valutazione della governance in relazione ai "benefici privati"**

Alcune estensioni della teoria dell'agenzia hanno evidenziato i conflitti tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza<sup>37</sup>.

---

<sup>36</sup> U. Bertini, *Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore*, collana AIDEA: "Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria", Il Mulino, Bologna, 2009, p. 55.

<sup>37</sup> A. Shleifer, R. Vishny, *Large shareholders and corporate control*, in *Journal of Political Economy*, 3, 1986

Gli azionisti per il ruolo da loro assunto possono trarre benefici a seconda del fatto di poter esercitare o meno un controllo sul governo societario.

Per valutare l'efficienza e l'efficacia di un sistema di corporate governance bisogna far riferimento all'analisi dei "benefici privati" che alcuni soggetti possono trarre dalla detenzione di un certo potere all'interno dell'azienda<sup>38</sup>.

Strettamente collegati alla corporate governance risultano essere i benefici connessi alla detenzione di potere.

Tra questi vengono ricompresi il potere di nominare i membri degli organi di amministrazione e controllo (rispettivamente consiglio di amministrazione e collegio sindacale), la possibilità di influenzare le strategie e le politiche aziendali, il vantaggio di disporre di fringe benefits o ancora il potere di influenzare le decisioni circa la distribuzione dell'utile o, al contrario, l'eventuale sua destinazione all'autofinanziamento.

È utile distinguere i tipi di benefici derivanti dal controllo<sup>39</sup>:

- *Diversionary*: realizzano un trasferimento ex post al soggetto di controllo di somme che spetterebbero agli azionisti di minoranza;

---

<sup>38</sup> A. Melis, "creazione di valore e meccanismi di corporate governance", Giuffrè, Milano, 2002, par 6.4.

Lai, R. Stacchezzini, "Literature review" sugli effetti corporate governance sulle performance aziendali", in A. Taverna, Il mercato trasparente – Corporate governance forum 1997-2007, Il Mulino, Bologna, 2008, pp. 90-101

<sup>39</sup> A. Paces, "Featuring control power. Corporate law and economics revisited", Rotterdam, Rile, 2008

- *Distorsionary*: pur non generando distrazioni di somme, incidono ex ante, sugli obiettivi aziendali comportando decisioni i cui benefici attesi sono inferiori al costo-opportunità di strategie alternative;
- *Idiosyncratic*: costituiscono la remunerazione di risorse imprenditoriali apportate dal soggetto di controllo (es talento imprenditoriale). Hanno un effetto positivo sul valore dell'impresa agendo in termini di valore delle opportunità di business.

In relazione agli effetti sul valore dell'impresa dei benefici privati "distorsivi" è possibile effettuare un'ulteriore distinzione tra<sup>40</sup>:

- Benefici privati che distorcono effettivamente gli obiettivi aziendali, privando gli azionisti della creazione di valore altrimenti ottenibile;
- Benefici privati che pur generando effetti positivi all'esterno dell'impresa, non determinano riduzioni del valore in termini di costo-opportunità.

Per poter procedere alla valutazione di queste categorie di benefici occorre definire quali siano le variabili che possono rappresentare i benefici in questione, in modo tale da poterli effettivamente misurare.

La letteratura ricorre alla determinazione di<sup>41</sup>:

---

<sup>40</sup> R. Tiscini, *"Controllo familiare e benefici privati"*, in collana AIDEA, "la corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale", 2010, pag. 360.

1. *premio per il diritto di voto;*
2. *premio per il controllo;*
3. *sconto di minoranza.*

### **“premio per il diritto di voto”**

Il premio per il diritto di voto<sup>42</sup> è il maggior valore attribuito alle azioni ordinarie rispetto alle azioni di risparmio per il fatto che le azioni ordinarie possono esercitare in assemblea il diritto di voto.

Il valore delle azioni ordinarie è quindi scorporabile in due parti; la prima data dal valore attuale dei dividendi futuri attesi e per tale parte il valore delle azioni di risparmio è maggiore in quanto, per legge, ricevono un maggior flusso di dividendo, la seconda data dal premio per il diritto di voto.

Il potere di esercitare il voto in assemblea e di conseguenza poter eleggere un proprio rappresentante, nel caso in cui l'azionista sia in possesso di un consistente pacchetto azionario, consente di esercitare il controllo delle assemblee e quindi della gestione dell'impresa.

Il controllo dell'impresa consente, di conseguenza, a chi lo esercita, di godere di rilevanti benefici privati.

---

<sup>41</sup> A. Melis, “creazione di valore e meccanismi di corporate governance”, Giuffrè, Milano, 2002, cap. 6.

<sup>42</sup> A. Melis, “creazione di valore e meccanismi di corporate governance”, Giuffrè, Milano, 2002, cap. 6.1.

Tali benefici saranno più contenuti in quei paesi in cui vi è una maggior tutela degli azionisti di minoranza e dove sono maggiormente ridotti gli ambiti di azioni in cui il management può sottrarre risorse all'impresa.

I benefici privati saranno tanto maggiori quanto maggiore è o sarà il pacchetto azionario di controllo.

### **“premio per il controllo”**

Con l'espressione premio per il controllo si intende definire *“il valore addizionale che un'azione, o più solitamente un pacchetto di azioni, ha rispetto al corrispondente valore della quota di capitale economico complessivo per il fatto di permettere, a chi ne detiene il possesso, l'effettivo controllo dell'impresa”*<sup>43</sup>.

Alla definizione teorica ne corrisponde una di tipo quantitativo; il premio per il controllo è rappresentato infatti dalla differenza tra il valore effettivo delle azioni e quello teorico (ovvero la quota di capitale sociale rappresentata).

Per rappresentare il grado di inefficienza e inefficacia di un sistema di corporate governance si usa far riferimento ai benefici “negativi” in quanto risultano essere dei validi indicatori.

---

<sup>43</sup> A. Melis, *Premio per il controllo, sconto di minoranza e codici di best practice: riflessioni introduttive sulle problematiche di valutazione del sistema di corporate governance*, in AA.VV., *L'evoluzione degli assetti di corporate governance*, Clueb, 2002, pag. 93.

La relazione che lega tali benefici alla qualità del sistema di governance è di tipo inversamente proporzionale: il valore dei benefici derivanti dalla detenzione di potere aumenta al diminuire della qualità del governo societario.

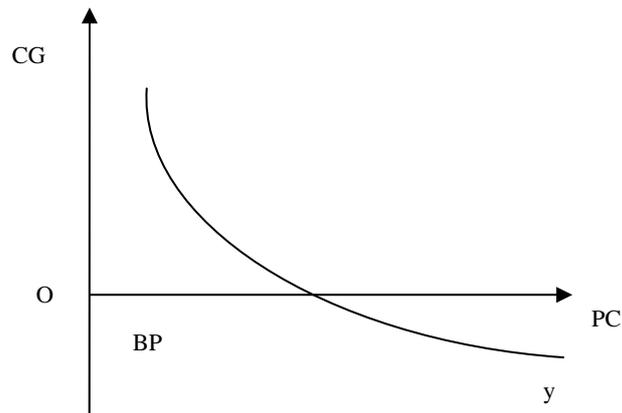
Questa relazione è spiegabile in quanto si associa la possibilità di trarre maggiori vantaggi di tipo "personale" da un sistema che non è in grado di garantire l'adeguata tutela degli interessi di tutti gli stakeholder ma che, al contrario, permette l'adozione di comportamenti opportunistici.

Lo sfruttamento di tali vantaggi potrebbe essere favorito da un mancato controllo da parte degli altri stakeholder.

In realtà il problema sta nella difficoltà di una misurazione concreta dei benefici negativi. È questa la ragione che spinge a considerare l'intero premio per il controllo, comprendendo tra i benefici anche quelli positivi che non arrecano danno agli altri stakeholder.

In questo modo avremo che il massimo valore della corporate governance si otterrà quando il premio per il controllo tenderà ai benefici positivi, vale a dire che il premio per il controllo sarà costituito prevalentemente dai benefici positivi, riducendo ad un livello minimo quelli negativi.

Graficamente avremo:



La curva  $y$  presenta un andamento decrescente perché rappresenta la relazione inversamente proporzionale che lega il livello di efficienza ed efficacia della corporate governance (CG nel grafico) al premio di controllo (PC).

In relazione alle transazioni societarie aumentano in conflitti legati al premio di controllo inteso come *"il prezzo in più che viene pagato per il diritto di nominare la maggioranza dei consiglieri di amministrazione<sup>44</sup>"*. Un premio di controllo elevato indica un Consiglio di Amministrazione propenso a prendere decisioni nell'interesse degli azionisti di riferimento.

Per limitare tali abusi si propende ad una maggiore regolamentazione delle operazioni con parti correlate definendo rigidamente le procedure con cui vengono prese decisioni strategiche, affidando la decisione stessa ad un comitato di

---

<sup>44</sup> L. Zingales, *"Premio di controllo e conflitti di interesse"*, Il Sole 24 , 12 febbraio 2008.

amministratori indipendenti in grado però di esercitare un'indipendenza sostanziale.

### **“sconto di minoranza”**

Per sconto di minoranza, come già esposto si intende, *“il valore economico di un pacchetto di azioni inferiore al suo ipotetico valore come quota proporzionale del capitale economico”*<sup>45</sup>.

Si tratta in questo caso di un valore delle azioni inferiore a quello che teoricamente rappresenterebbe e tale diminuzione è legata all'assenza di benefici derivanti dalla detenzione del controllo.

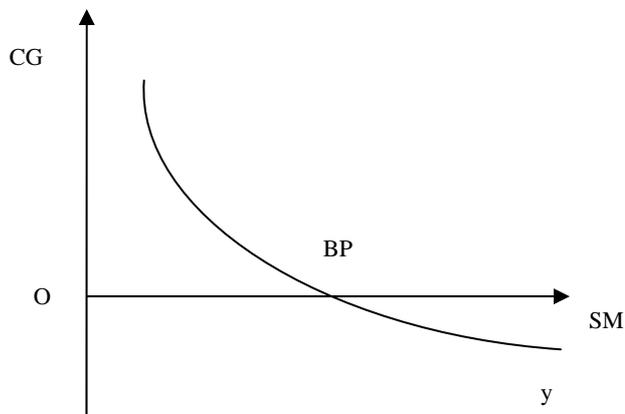
Un azionista di minoranza, infatti, può non avere la possibilità di influire sulla gestione della società, di influenzare le decisioni circa la distribuzione o meno dell'utile e le eventuali coperture delle perdite.

Anche in questo caso la relazione che lega lo sconto di minoranza alla qualità della tutela degli azionisti di minoranza presenterà un andamento decrescente, poiché all'aumentare dello sconto di minoranza sono associate minori tutele a favore degli azionisti.

---

<sup>45</sup> A. Melis, *Premio per il controllo, sconto di minoranza e codici di best practice: riflessioni introduttive sulle problematiche di valutazione del sistema di corporate governance*, in AA.VV., *L'evoluzione degli assetti di corporate governance*, Clueb, 2002, pag 96.

Da un punto di vista grafico:



La valutazione della corporate governance viene quindi legata alla percezione del "rischio" attribuita dagli investitori sulla base dell'analisi dei due metodi.

### **2.3.7 Valutazione della governance in relazione alla *compliance***

Una metodologia che trova larga diffusione sia a livello nazionale che internazionale è quella legata alla valutazione del sistema di governance in base al grado di *compliance* che caratterizza una data realtà aziendale.

Con il termine "*compliance*" si vuole intendere il grado di adesione alle disposizioni fornite dai codici di best practice, con particolare riferimento alle strutture ed ai meccanismi del sistema di

governance, nonché l'adozione di comportamenti ritenuti trasparenti.

Questa tipologia di processo valutativo individua innanzitutto i requisiti richiesti da un buon sistema di governance; la scelta dei parametri potrà risentire ovviamente di diversi fattori, tanto oggettivi quanto soggettivi (ad esempio in merito al codice di best practice da utilizzare come riferimento).

In riferimento alla validità del metodo di valutazione, nel suo complesso esso presenta infatti un limite considerevole, che in qualche modo può ridurre l'efficacia.

Un adeguamento prettamente formale e non sostanziale ai riferimenti proposti dai codici di autodisciplina rappresenta il problema principale di tale modello.

Tuttavia una valutazione dell'effettivo adeguamento nella realtà agli standard non risulta semplice e pertanto bisogna tenere in considerazione tale aspetto.

## 2.4 L'ETICA DELLA CORPORATE GOVERNANCE

Partendo dal significato della parola, sintetizzando è possibile dire che l'etica racchiude in se tutto ciò che è giusto o sbagliato<sup>46</sup>; o secondo le parole del filosofo greco Epicuro etica *"deal with things to be sought and things to be avoided, with ways of the life and the (end of life)"*<sup>47</sup>.

La governance dell'etica dovrebbe rappresentare il sistema che soddisfa i bisogni dei proprietari preservando contemporaneamente l'abilità della *corporation* di sostenere se stessa ed i benefici futuri dei vari gruppi di stakeholders<sup>48</sup>.

La governance etica dovrebbe promuovere efficienza in coesistenza con l'ambiente circostante, per generare una buona qualità di vita per gli attuali stakeholder e contemporaneamente le scelte di quest'ultimi non dovrebbero essere compiute a svantaggio di gruppi futuri.

In questo senso vari autori hanno elaborato alcune teorie che andremo sinteticamente ad esporre.

### **la teoria di Robert Solow**

Robert Solow economista e premio Nobel sostiene che la Società, come sistema con vita infinita, non può considerare alcuni gruppi di soggetti

---

<sup>46</sup> C. Read, *"The Ethics of Corporate Governance: what would the political Philosopher say?"*, in "International Corporate Governance After Sarbanes-Oxley", Wiley & Sons Inc., 2008, pag. 3.

<sup>47</sup> D. Leartius, *"Diogenes leartius: lives of eminent Philosophers"*, William Heinemann, London, 1925.

<sup>48</sup> C. Read, *"The Ethics of Corporate Governance: what would the political Philosopher say?"*, in "International Corporate Governance After Sarbanes-Oxley", Wiley & Sons Inc., 2008, pag. 3.

più importanti rispetto altri. Per tale motivo sostiene che l'unico tasso di sconto etico è pari a zero, in quanto i benefici o i costi in una generazione non possono essere più alti rispetto un'altra; in questa visione introduce il concetto *Benchmark* intergenerazionale, in cui tutte le generazioni hanno la stessa importanza e peso.

### **la teoria di Immanuel Kant**

L'autore ci ha fornito il concetto di legge universale secondo la quale un determinato soggetto non può razionalizzare le proprie scelte di consumo privando di conseguenza determinati gruppi di soggetti semplicemente per il fatto di trovarsi nella circostanza per cui può compiere tali decisioni<sup>49</sup>.

### **La teoria di Jonh Rawls**

L'autore riconosce l'esistenza di esternalità legate al fatto che nel compiere delle decisioni si conferiscono dei benefici  $b$  a degli agenti imponendo allo stesso tempo dei costi  $c$  ad altri agenti.

Per cui si avranno decisioni corrette se si verranno a creare delle esternalità positive ovvero se si genererà una relazione (*relatedness coefficient*  $r$ ) positiva con gli altri agenti:  $rb > c$ <sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup> I. Kant, "Grounding for the Metaphysics of Morals", Hackett, 1993, pag. 30

<sup>50</sup> J. Rawls "A Theory of Justice", Belknap Press of Harvard University Press, 1971.

Quando si hanno una simultaneità di benefici e costi tra vari gruppi di soggetti che operano secondo logiche di mercato è necessario agire attraverso processi politici per correggerne i meccanismi decisionali.

Per agevolare la complementarietà tra mercato e decisioni individuali si dovrebbero diminuire i costi di transazione e contemporaneamente avere un'informativa migliore<sup>51</sup>.

### **2.4.1 la responsabilità sociale d'impresa**

Sulla base di quanto esposto precedentemente è facile capire come nel tempo il concetto di etica abbia acquisito notevole importanza anche in ambito societario. Per tale motivo è stato introdotto il concetto di Responsabilità sociale d'impresa abbreviata con l'acronimo RSI. Nel tempo sono state elaborate svariate definizioni di RSI; in questa sede si ritiene opportuno fare riferimento ad una concezione di RSI legata alla governance. In questa direzione la RSI viene vista come un sistema di governo aperto a cui partecipano equamente gli interessi di tutti gli stakeholder ovvero secondo Sacconi come *"un modello di governance allargata dell'impresa, in base al quale chi governa l'impresa ha responsabilità che si estendono dall'osservanza dei doveri fiduciari nei riguardi della proprietà ad analoghi doveri fiduciari nei riguardi in generale di tutti gli stakeholder"*<sup>52</sup>.

---

<sup>51</sup> C. Read, *"The Ethics of Corporate Governance: what would the political Philosopher say?"*, in *"International Corporate Governance After Sarbanes-Oxley"*, Wiley & Sons Inc., 2008, pag. 7.

<sup>52</sup> L. Sacconi, *"Guida critica alla responsabilità sociale e al governo d'impresa"*, Bancaria Editrice, Roma, 2005, pag. 112.

# **NORMATIVA GENERALE**

## **introduzione**

L'Italia, presenta un sistema economico abbastanza arretrato in termini di competitività rispetto agli altri paesi ad economia avanzata. Il capitalismo familiare, sviluppatosi nel corso degli anni e caratterizzato dalla presenza di innumerevoli imprese sottodimensionate ed indebitate, non ha saputo favorire lo sviluppo di un adeguato ed efficiente mercato dei capitali. In seguito ai recenti cambiamenti nel contesto economico internazionale, alle notevoli spinte comunitarie in ambito legislativo e all'esigenza di rendere il sistema delle imprese italiane maggiormente competitivo, negli ultimi anni è stato completamente rivisto il quadro normativo in ambito societario.

Il legislatore ha voluto fornire un quadro generale di riferimento avente lo scopo di tutelare i diritti degli azionisti di minoranza attraverso una più chiara e completa definizione dei meccanismi societari.

### **3.1 EVOLUZIONE NORMATIVA: GLI INTERVENTI LEGISLATIVI E I CODICI DI AUTODISCIPLINA**

Il quadro normativo a cui fa riferimento la materia della *governance* delle società quotate è stato oggetto di un considerevole ampliamento e di radicali cambiamenti, a garanzia ed a sostegno della trasparenza informativa.

L'informativa viene percepita come strumento attraverso il quale le società quotate possono contribuire all'aumento dell'efficienza dei mercati finanziari nonché, al miglioramento della propria immagine e, di conseguenza, ad un incremento di valore.

Dalla progressiva comprensione dell'importanza che il ruolo della *governance* ricopre e dal vantaggio che il più ampio scenario della performance aziendale può trarne è scaturita in maniera profusa la produzione di una serie di strumenti atti a disciplinare la materia.

L'attività normativa attua può essere suddivisa su due livelli.

Il primo è rappresentato da interventi normativi, sia di tipo primario (le leggi) sia secondario (i regolamenti), attraverso i quali il legislatore ha inciso sulla struttura e sui sistemi di *governance* e a cui le imprese hanno dovuto obbligatoriamente adeguarsi.

Il secondo livello riguarda, invece, l'autoregolamentazione, affidata alle società stesse e a società di gestione dei mercati regolamentati (vedi Borsa Italiana Spa per l'Italia).

È opportuno procedere con una delimitazione del panorama delle leggi, dei codici di *best practice* e delle disposizioni in tema di corporate governance, sia a livello italiano che internazionale.

Un primo importante intervento legislativo italiano risale al 1998, con l'approvazione del decreto legislativo n. 58, conosciuto anche come TUIF, Testo Unico delle leggi in materia di Intermediari e mercati Finanziari, o Legge Draghi<sup>1</sup>.

A detta dello stesso Mario Draghi<sup>2</sup>, la riforma del governo societario avrebbe dovuto dare risposta all'esigenza di *"definire un sistema economico moderno, anche attraverso la predisposizione di regole in grado di rendere chiari i ruoli di chi gestisce e di chi investe nell'impresa"*.

Necessità che nasceva dalle evidenti carenze mostrate in passato dall'ordinamento giuridico italiano, spesso impreparato a soddisfare le esigenze dei più evoluti mercati e spesso inadatto ad incentivare la quotazione delle imprese e l'avvicinamento degli investitori a queste ultime.

Anche la successiva riforma del diritto societario, attuata con il decreto legislativo 6/2003 ("Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366 e altresì nota come "Riforma Vietti") si configura come un provvedimento volto a revisionare, semplificare e svecchiare la

---

<sup>1</sup> Modificato dal D.lgs 101/2009.

<sup>2</sup> Che all'epoca dell'entrata in vigore del decreto era direttore generale del Ministero del Tesoro.

disciplina societaria, ispirata al principio dell'autonomia privata ed improntata alla tutela della trasparenza<sup>3</sup>.

Intento di questi primi provvedimenti è stato proprio quello di accostare *"...l'introduzione di nuove regole per le società emittenti titoli sui mercati regolamentati secondo criteri che rafforzassero la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza al riordinamento degli intermediari e dei mercati mobiliari"*<sup>4</sup>.

Procedendo nell'analisi del processo di normazione non si può non tener conto della Legge n. 262/2005 sulla "Tutela del risparmio e sulla disciplina dei mercati finanziari" (comunemente chiamata "Legge sul risparmio"), modificata dal d.lgs. 303/2006.

Attraverso la "Legge sul risparmio" il legislatore mira a riconquistare la fiducia degli operatori finanziari e dei risparmiatori, grazie l'introduzione di regole idonee a garantire l'etica e la gestione societaria.

La sfera di interesse ricoperta dalla legge è molto ampia, comprendendo la governance, ma anche la regolamentazione dei mercati e dell'informativa societaria, la revisione dei conti, il sistema sanzionatorio in caso di false comunicazioni sociali<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> M. Vietti, *Corporate governance: la riforma c'è*, 2004, [www.banchedati.ilsole24ore.com](http://www.banchedati.ilsole24ore.com)

<sup>4</sup> Mario Draghi, convegno del 12 giugno 1997, Roma, presentazione dell'indagine: *"Lineamenti di corporate governance e CoSo Report"*, Antonio Taverna, *"Il mercato trasparente, Corporate Governance" Forum 1997-2007*, Il Mulino, Bologna, 2008.

<sup>5</sup> D. M. Salvioni, *"Corporate governance, controllo e trasparenza"*, Franco Angeli, Milano, 2007, pag. 24.

## 3.2. IL CODICE DI AUTOREGOLAMENTAZIONE ITALIANO

Nato nel 1999 ad opera del Comitato<sup>6</sup> per la Corporate Governance delle società quotate di Borsa Italiana Spa, il c.d. "Codice Preda"<sup>7</sup> segue la scia internazionale che ha visto numerosi Paesi impegnati sul fronte della regolamentazione della *governance*.

Gli Stati Uniti nel 2002 si sono dotati del Sarbanes-Oxley-Act, documento che stabilisce un insieme di standard in tema di governance e di penalità contro comportamenti manageriali scorretti o illeciti, ed inoltre, è volto a ristabilire negli investitori quella fiducia persa in seguito agli scandali finanziari ben noti.

La Gran Bretagna, con il Combined Code on Governance, disciplina il reporting sullo stato del sistema di controllo interno<sup>8</sup>.

Il Codice di autodisciplina italiano nasce come espressione della concreta volontà da parte delle società quotate di dotarsi di un modello a cui fare riferimento per la costituzione di un sistema di governance che, nel rispetto delle peculiarità del sistema societario nazionale, possa in qualche modo assimilarlo agli standard internazionali.

---

<sup>6</sup> Al Comitato presero parte imprenditori, manager, docenti di materie giuridiche e aziendali, nonché operatori di mercato.

<sup>7</sup> Dal nome dall'allora Presidente di Borsa Italiana Spa.

<sup>8</sup> S. Beretta, S. Bozzolan, N. Pecchiari, *"Corporate governance e assessment del sistema di controllo interno: cosa comunicano le società quotate?"*, *Economia&Management*, Etas, 2007, Vol. 1, pag. 70.

Caratteristica principale del documento è la mancanza di norme cogenti, che rende perciò volontaria l'adesione alle Raccomandazioni contenute nel Codice.

Ciononostante, le società che non vi aderiscono, o che lo fanno parzialmente, sono tenute a fornire motivazione nella relazione annuale sul governo societario.

Si tratta del c.d. principio *comply or explain*, che rappresenta l'unico tratto comune valido per tutti gli Stati membri dell'Unione Europea, in assenza di un unico modello di autoregolamentazione.

Si presumono attuate le disposizioni previste nel Codice qualora l'azienda non dia diversa comunicazione (*comply*), altrimenti è richiesta una giustificazione alla mancata o parziale adesione (*explain*).

A tal riguardo, l'art. 149 del d.lgs. 58/1998 chiama il collegio sindacale a vigilare *“sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste dai codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi”*.

Va sottolineata, quindi, l'importanza della non obbligatorietà che caratterizza tale strumento di disciplina, in quanto esso rappresenta un modo per lasciare libere le società di aderirvi o meno, affidando al mercato stesso ed ai soggetti che ne fanno parte una valutazione in merito ai comportamenti adottati dalle aziende<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> D. M. Salvioni, *“Corporate governance, controllo e trasparenza”*, Franco Angeli, Milano, 2007, pagg. 429-430.

Andremo ora ad esaminare le direttive impartite da Borsa italiana per la redazione da parte delle imprese dei codici aziendali riportando le linee guida che le società dovrebbero adottare durante la redazione della relazione sulla corporate governance.

Alcune società hanno elaborato propri codici di corporate governance, che riprendono eventualmente ampliandole, le disposizioni del codice o descrivono i principi cui le società intendono attenersi nella sua attuazione. Tali documenti non sono richiesti dal codice; qualora adottati, essi possono essere utilizzati come strumento per definire e comunicare al mercato la politica aziendale in tema di governance.

Essi, tuttavia, non esimono le società dal dare concreta attuazione ai principi e alle raccomandazioni del codice, assicurando poi il corretto funzionamento della struttura di governance predisposta.

### **3.2.1 Livelli di attuazione**

L'attuazione del codice riguarda sia la predisposizione delle strutture e dei processi raccomandati, sia il loro concreto funzionamento. Le società devono fornire informazioni nella Relazione su entrambi gli aspetti.

### **3.2.2 Consiglio di Amministrazione**

Innanzitutto vengono ampliate le attribuzioni legate al consiglio di amministrazione (CdA), si afferma l'opportunità di non concentrare le cariche di presidente ed amministratore delegato in un'unica persona, si pone particolare attenzione alla problematica del cumulo delle cariche, disponendo a riguardo che amministratori e sindaci accettino le proprie cariche "quando ritengono di poter dedicare allo svolgimento diligente dei loro compiti il tempo necessario". In merito spetta alla Consob stabilire con proprio regolamento "i limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo che i componenti degli organi di controllo delle società [...]", come dettato dall'art. 148-bis del Tuif.

#### **Ripartizione delle competenze e delle deleghe**

Secondo il codice, il consiglio di amministrazione è chiamato ad individuare le competenze ad esso riservate e quelle delegate. Di ciò va data informazione, come pure dei destinatari delle deleghe e della periodicità con cui i delegati riferiscono al cda.

Deve inoltre essere comunicato che gli organi delegati forniscono adeguata informazione al cda e ai sindaci in merito alle operazioni atipiche, inusuali o con parti correlate il cui esame o la cui approvazione non siano riservate al consiglio di amministrazione.

Il codice lascia libere le società di ripartire le competenze all'interno del cda entro i limiti di legge, distinguendosi in questo da taluni codici di autodisciplina esteri. Un utilizzo consapevole di questi margini di libertà può essere apprezzato dal mercato; a tal fine le società possono dar conto dell'articolazione di poteri prescelta tra presidente, vicepresidente, amministratori delegati, comitato esecutivo.

Se il presidente dispone di deleghe, il cda deve descrivere nella relazione il dettaglio delle competenze attribuite al presidente e agli amministratori delegati. La descrizione del ruolo del presidente, anche quando egli non disponga di deleghe, merita particolare attenzione in considerazione dei suoi poteri di rappresentanza sociale e di coordinamento dei lavori del cda. Ad esempio, è utile spiegare le ragioni che possono indurre a qualificare il presidente come amministratore non esecutivo o indipendente.

Un'informazione utile è la comunicazione del numero di riunioni effettivamente tenute nel corso dell'anno dal cda, nonché dalla frequenza di partecipazione alle riunioni da parte dei consiglieri.

Il codice raccomanda che il cda esamini e approvi i piani strategici, industriali e finanziari della società e la struttura societaria del gruppo di cui essa sia a capo. Laddove il cda non abbia ancora dato seguito a questa raccomandazione, ora divenuta norma di legge con la riforma del diritto societario, tale ritardo dovrà essere giustificato insieme all'indicazione della tempistica prevista per la modifica.

Il codice contiene raccomandazioni particolari riguardanti le operazioni "aventi un significativo rilievo economico" e con parti correlate. Riguardo le operazioni "significative", il cda dovrebbe:

- a) determinare preventivamente "le linee guida e i criteri" per l'identificazione delle operazioni "aventi un significativo rilievo economico", il cui esame e la cui approvazione dovrebbero rimanere "nella competenza esclusiva del consiglio";
- b) ricevere adeguata informativa sulle attività compiute nell'esercizio delle deleghe;
- c) fornire all'assemblea informazioni sufficientemente analitiche, in modo da permettere la comprensione dei vantaggi, per le società, delle operazioni medesime.

La comunicazione integrale, o anche solo per estratto, della delibera consiliare di attribuzione delle deleghe non è necessaria. È necessario, peraltro, che la relazione fornisca i dettagli:

- a) delle modalità di esercizio e sui limiti delle deleghe (distinguendo ad esempio se si tratta di deleghe con potere di firma congiunto o disgiunto, se esse sono articolate per materia e/o per soglie di valore precisando, in tal caso, quali esse siano, etc.);
- b) delle modalità dell'"esame e approvazione" delle operazioni significative, distinguendo se si tratta di un'approvazione preventiva del consiglio (come previsto dal codice) o di una mera ratifica ex post (magari a seguito dell'informativa periodica); in tal caso, la relazione deve fornire adeguata motivazione della scelta effettuata.

Gli emittenti sono liberi di adottare un modello di ripartizione delle competenze diverso da quello raccomandato dal codice, come ad esempio l'attribuzione di deleghe omnicomprendenti a uno o più amministratori o a un comitato esecutivo. In tal caso, però, essi devono fornire le motivazioni che li hanno indotti a tale scelta. Ciò vale anche nel caso in cui i soggetti delegati rinuncino spontaneamente all'esercizio dei poteri loro attribuiti, investendo delle decisioni più importanti il consiglio di amministrazione.

Al riguardo delle operazioni con parti correlate, la relazione può fornire informazioni su quelle maggiormente significative, eventualmente tramite rinvio a quelle già contenute nella relazione sulla gestione.

La relazione deve fornire informazioni riguardanti l'adozione di una specifica procedura: in particolare, sull'identificazione delle operazioni, le informazioni preventive circa eventuali interessi di uno o più amministratori nelle operazioni, sull'allontanamento di tali soggetti al momento delle deliberazioni, l'eventuale richiesta di *legal* o *fairness opinions*, l'esistenza di particolari modalità per la scelta degli esperti chiamati a fornire tali pareri.

### **Composizione del cda**

Benché l'informazione sia comunque già pubblica, la relazione e la tabella in appendice devono riportare nome e qualifica – presidente, vice presidente, amministratore delegato, esecutivo, non esecutivo e

indipendente – dei membri del cda. Le società possono richiamare, eventualmente, l’informativa sulle caratteristiche professionali e personali degli amministratori che dovrebbe essere già stata depositata insieme alle proposte di nomina, almeno dieci giorni prima dell’assemblea convocata per la nomina del cda.

È utile che la relazione dia conto se la società sia soggetta a particolari norme in materia di composizione del cda, di rappresentanza delle minoranze azionarie o di numero degli amministratori indipendenti, ovvero lo statuto contenga particolari requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza per l’assunzione della carica di amministratore.

La relazione dovrebbe indicare la data di nomina e la scadenza della carica. È anche utile l’indicazione di eventuali limiti, minimo e massimo, previsti dallo statuto, al numero dei componenti del cda.

Il codice raccomanda che gli amministratori:

- a) accettino la carica quando ritengono di poter dedicare allo svolgimento diligente dei loro compiti il tempo necessario, “anche tenendo conto del numero di cariche di amministratore o sindaco da essi ricoperte in altre società quotate in mercati regolamentati anche esteri, in società finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni”.
- b) conoscano i compiti e le responsabilità previste dalla loro carica e siano aggiornati, dagli amministratori delegati, sulle principali novità legislative e regolamentari.

Il codice raccomanda che le altre cariche ricoperte dagli amministratori, rilevate “annualmente” dal cda, siano indicate “nella relazione sulla gestione”. L’indicazione delle altre cariche – completa, ma opportunamente limitata alle sole cariche sopra indicate – è quindi lasciata alla responsabilità del cda, che potrà prevedere una indicazione da parte dei consiglieri al fine di acquisire le informazioni. Come già osservato, tale informazione deve essere in realtà riportata all’interno della relazione sulla corporate governance<sup>10</sup>.

La relazione può utilmente indicare l’eventuale esistenza di programmi di auto-valutazione dell’efficienza ed efficacia dell’operato del cda . Un’ulteriore informazione che può essere apprezzata dal mercato riguarda l’eventuale esistenza di programmi, di crescente diffusione nella prassi internazionale, c.d. di *induction*, diretti a fornire ai nuovi consiglieri informazioni di base più ampie rispetto a quelle previste dal codice.

### **Amministratori non esecutivi e indipendenti**

Altro pilastro del Codice di autodisciplina è l’attenzione riposta sulla figura dell’amministratore indipendente, spesso qualificato come tale solo da un punto di vista formale e non da quello sostanziale. Il codice detta a tal proposito principi più stringenti, mirati ad una maggiore

---

<sup>10</sup> Ad esempio, informazioni di base relative all’attività, alla struttura e all’organigramma della società e del gruppo, ai principali drivers per la creazione del valore, ai principali rischi aziendali e ai sistemi di controllo e gestione dei medesimi attuati dalla società.

responsabilizzazione di questa carica, sulla cui corretta applicazione vigila il collegio sindacale e di cui si dovrà fornire adeguata informativa nella relazione sul governo societario o in quella dei sindaci all'assemblea<sup>11</sup>.

### **3.2.3 Comitati**

La costituzione di comitati rappresenta, infine, un'ulteriore innovazione volta a "migliorare la funzionalità e la capacità di indirizzo strategico del C.d.A. ".<sup>12</sup>

Quelli raccomandati dal Codice sono tre: Comitato per il controllo interno (preposto a funzioni consultive e propositive), Comitato per le nomine e Comitato per la remunerazione, ferma restando la possibilità di costituirne ulteriori, come di fatto è avvenuto nella realtà, con la creazione di comitati etici, comitati per la governance e comitati strategici.

La relazione deve dare conto di comitati costituiti, delle competenze loro attribuite, della composizione, normativa e per qualifica, e dell'attività svolta, incluse le principali tematiche da essi affrontate. Un'informazione apprezzata dagli investitori è la comunicazione del numero di riunioni effettivamente tenute nel corso dell'anno da ciascun comitato e dalla

---

<sup>11</sup> G. Verrascina, R. Andriolo, "Il nuovo codice di autodisciplina", IR Top, Investor Relations cultura di mercato finanziario, 2006, Anno V, n. 2, pag. 70.

<sup>12</sup> Assonime, *Guida alla compilazione della relazione sulla Corporate Governance*, 2004, pag. 12..

frequenza di partecipazione dei membri di ciascun comitato alle relative riunioni.

Possono essere costituiti anche altri comitati: in tal caso è utile che la relazione fornisca analoghe informazioni sulle competenze, sul ruolo e sulle composizioni.

È utile che le informazioni in tema di esistenza, composizione e riunione dei comitati previsti dal codice siano sintetizzate nelle tabelle riassuntive.

Se il comitato per le remunerazioni o quello per il controllo interno non siano stati costituiti, oppure ne siano state incorporate le funzioni, ne va data giustificazione; ciò significa illustrare le ragioni che hanno indotto a tale scelta. La giustificazione non è formalmente necessaria in caso di mancata costituzione del comitato per le proposte di nomina ma è comunque apprezzata, soprattutto dagli investitori internazionali.

Nella relazione è utile precisare che i comitati rappresentano un'articolazione interna del consiglio di amministrazione, con un ruolo consultivo e eventualmente propositivo. Si tratta di figure organizzative che hanno l'obiettivo di migliorare la funzionalità e la capacità di indirizzo strategico del cda: non hanno compiti di controllo, come il collegio sindacale, ma di ausilio del cda. Va da sé che, qualora ad essi fossero conferiti simili poteri, sarebbe necessario descriverli.

Se l'assegnazione degli amministratori ai singoli comitati è retta da particolari criteri può essere utile darne notizia.

## **Comitato per le proposte di nomina**

Il codice prevede che “laddove il consiglio di amministrazione costituisca al proprio interno un comitato per le proposte di nomina alla carica di amministratore, esso è composto, in maggioranza, di amministratori non esecutivi”. Nella relazione va indicato se il comitato sia stato costituito o meno.

Benché le società non siano tenute a giustificare la mancata costituzione del comitato in questione, un’informazione al riguardo può comunque risultare utile. Può essere data notizia del fatto che le proposte di nomina degli amministratori sono presentate dagli azionisti, normalmente di maggioranza o di controllo, i quali precedono ad una selezione preventiva dei candidati; analogamente, qualora siano previste modalità particolari di nomina di alcuni amministratori di esse va data notizia nella parte della relazione dedicata alle procedure di nomina di amministratori e sindaci. Qualora il comitato sia costituito con uno specifico mandato, è utile darne informazione al mercato: un esempio significativo è quello secondo cui il comitato “formula proposte al cda nei casi in cui il consiglio stesso sia richiesto di predisporre proposte di nomina degli amministratori all’assemblea dei soci. Nella formulazione delle proposte, il comitato tiene conto degli incarichi già assunti dai candidati alla nomina di amministratore.

## **Comitato per la remunerazione**

Il codice prevede che il cda costituisca al proprio interno un comitato per la remunerazione e gli eventuali piani di stock option o di assegnazione di azioni. Il comitato deve essere composto prevalentemente da amministratori non esecutivi, ai quali venga affidato il compito di formulare proposte al cda per la remunerazione degli amministratori delegati e di quelli che ricoprono particolari incarichi, nonché, su indicazione degli amministratori delegati, per la determinazione dei criteri di remunerazione dell'alta direzione della società. Le riunioni riguardanti le proposte di remunerazione per gli amministratori delegati devono avvenire in assenza dei diretti interessati.

Nella relazione va indicato se il comitato è stato costituito e se sono rispettate le raccomandazioni sulla composizione. In caso esso non sia stato costituito, oppure abbia una composizione diversa da quanto previsto dal codice, ne vanno spiegate le ragioni.

Quando il comitato sia stato costituito e si sia riunito, la relazione dovrebbe fornire una breve descrizione delle tematiche affrontate nel corso dell'anno, specificando le riunioni alle quali gli amministratori esecutivi abbiano partecipato.

Il codice raccomanda che il comitato abbia la facoltà di avvalersi di consulenti esterni, a spese della società; le società devono dunque motivare l'eventuale mancanza di tale previsione. La relazione può

utilmente indicare se il comitato ha fatto effettivo ricorso a consulenti esterni.

È necessario indicare se una parte della remunerazione degli amministratori delegati è legata ai risultati economici della società o a obiettivi fissati dal cda, precisando i criteri. Se la componente incentivante della retribuzione manca, ne va data spiegazione. Le società possono valutare l'utilità di fornire informazioni ulteriori riguardanti i criteri di determinazione delle remunerazioni degli amministratori ed eventualmente dell'alta dirigenza.

Le società già forniscono informazioni di dettaglio sulle remunerazioni degli amministratori nella Nota Integrativa al bilancio. Può essere utile nella Relazione fare riferimento a tali informazioni, eventualmente tramite *cross-refernce*.

### **Comitato per il controllo interno.**

Il codice prevede che "il consiglio di amministrazione costituisce un comitato per il controllo interno, con funzioni consultive e propositive, composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti".

Nella relazione va indicato se il comitato è stato costituito e se si sono rispettate le raccomandazioni sulla composizione. In caso il comitato non sia stato costituito, oppure abbia una composizione diversa da quanto previsto dal codice, occorre fornire le motivazioni.

Alle riunioni del comitato deve partecipare il presidente del collegio sindacale o un altro sindaco da lui designato. Il comitato per il controllo interno è un'articolazione interna del cda, cui sono deputate funzioni consultive e propositive, tra cui:

- a) assistenza al cda nelle funzioni di indirizzo e verifica dell'adeguatezza e del funzionamento dei controlli interni e del sistema di gestione dei rischi aziendali;
- b) valutazione preventiva e consuntiva dell'operato dei preposti a tale sistema;
- c) valutazione, insieme ai responsabili amministrativi della società e ai revisori, dell'adeguatezza dei principi contabili utilizzati e, nel caso di gruppi, della loro omogeneità ai fini della redazione di bilancio consolidato;
- d) valutazione delle proposte formulate dalla società di revisione, del piano di lavoro da esse proposto e dei relativi risultati;
- e) reporting almeno semestrale al cda sull'attività svolta e sull'adeguatezza del sistema di controllo interno;
- f) svolgimento di eventuali ulteriori compiti affidatigli dal cda.

La relazione deve dare informazione sui compiti effettivamente attribuiti al comitato. Laddove non vi sia una separazione completa tra i ruoli di presidente e di amministratore delegato, è buona prassi prevedere poteri rafforzati del comitato a maggior tutela dell'indipendenza delle funzioni di controllo. Possono essere previsti specifici presidi della funzione di internal audit e del comitato sui rapporti con parti correlate e

sull'attività svolta da (e con) società finanziarie del gruppo peranti off-shore.

La relazione può rappresentare i rapporti del comitato con il collegio sindacale. Essa può rappresentare i rapporti del comitato con il collegio sindacale. Essa può utilmente fornire una breve descrizione delle tematiche effettivamente affrontate dal comitato nel corso dell'anno.

### **3.2.4 Funzioni e procedure aziendali**

Il codice prevede che le società istituiscono alcune funzioni aziendali e adottino determinate procedure; queste riguardano il cda e i comitati. Il codice fa cenno in vari punti alla definizione di procedure, pur senza richiamare in modo esplicito la predisposizione di un regolamento formale del cda o dei comitati. È diffusa la comunicazione della frequenza effettiva delle riunioni del cda e dei comitati e della partecipazione dei consiglieri alle relative riunioni.

Il codice prevede che il presidente del cda convochi le riunioni e si adoperi affinché ai membri del consiglio siano fornite, con ragionevole anticipo rispetto alla data della riunione, fatti salvi i casi di necessità ed urgenza, la documentazione e le informazioni necessarie. Nella relazione va dato conto del fatto che l'invio delle informazioni ai consiglieri avviene con tempestività. Come riconosciuto dal comitato per la corporate governance, sono fatti salvi i casi di necessità e urgenza: in talune circostanze, la natura delle deliberazioni da assumere, le esigenze

di riservatezza e la tempestività con cui il consiglio deve assumere decisioni possono comportare limiti all'informazione preventiva.

Può essere utile dare informazione al mercato circa le regole riguardanti la presenza di soggetti "esterni" alle riunioni del cda e dei comitati. Il codice prevede inoltre che gli amministratori delegati si adoperino affinché i membri del cda siano informate sulle principali novità legislative e regolamentari che riguardano le società e gli organi sociali. La relazione può dare conto che il flusso di informazioni ai membri del cda è adeguato e tempestivo.

### **Le procedure di nomina di amministratori e sindaci**

La relazione deve contenere informazioni sulla procedura per la nomina del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale; ad esempio, laddove siano previste procedure di voto "di lista" per la nomina degli amministratori, la relazione può dare informazione e descrivere le procedure di presentazione delle liste e di votazione o indicare la fonte ove tali dettagli sono reperibili. Possono essere indicati i consiglieri di amministrazione che siano stati candidati attraverso liste di minoranza. Un'informazione apprezzata dal mercato è l'indicazione: 1) nel caso vi sia il voto di lista, da quale lista sia stato eletto il singolo amministratore; 2) nel caso non vi sia il voto di lista, di chi abbia proposto i nominativi degli amministratori eletti.

Può essere anche utile richiamare in questa parte della relazione gli eventuali patti parasociali che prevedono clausole sulla composizione del consiglio di amministrazione.

La relazione deve informare circa il rispetto delle raccomandazioni riguardanti il deposito presso la sede sociale, con almeno dieci giorni di anticipo, delle proposte di nomina degli amministratori e dei sindaci, nonché le informazioni esaurienti sulle caratteristiche personali e professionali dei candidati. Per gli amministratori è richiesta l'indicazione esplicita dell'eventuale qualifica di indipendente.

### **3.2.5 Assemblee e sindaci**

La relazione può utilmente riassumere le norme che regolano la partecipazione all'assemblea e la raccolta di deleghe. Per le società che adottino una struttura della relazione in due sezioni, tale informazione può essere contenuta nella prima parte.

La società deve informare sulle iniziative eventualmente assunte per facilitare la partecipazione degli azionisti alle assemblee.

La relazione deve contenere l'indicazione dell'eventuale approvazione di un regolamento di assemblea; in caso contrario, ne va data giustificazione.

Il codice di autodisciplina raccomanda che la nomina dei sindaci rispetti criteri di trasparenza procedurale pari a quelli previsti per la nomina

degli amministratori. Come già visto la relazione deve dare informazione a tale proposito.

La relazione può utilmente informare riguardo all'articolazione delle procedure di nomina dei sindaci.

Queste devono assicurare che almeno un membro effettivo sia nominato dalla minoranza: a questo proposito la società deve indicare i quorum e i termini per la presentazione delle liste, nonché il nome dei componenti, effettivi e supplenti, del collegio sindacale con le date di nomina e scadenza dall'incarico.

La relazione deve indicare a quale sindaco o quali sindaci tra quelli in carica siano eventualmente stati nominati dalle minoranze e in quali liste presentati. Nel caso il sindaco della minoranza manchi, è opportuno precisare per quale motivo non è stata presentata alcuna lista alternativa, indicandone eventualmente le ragioni.

La speranza nutrita dagli analisti è che l'istituzione di queste nuove strutture non sia soltanto formale, bensì derivante da una sostanziale volontà di miglioramento da parte delle società.

Merita spazio anche una considerazione sui livelli di adesione al Codice da parte delle società quotate.

Attraverso l' "Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate" per l'anno 2008 ( e pubblicato nel febbraio 2009) Assonime<sup>13</sup> ha rilevato che il 95% delle società quotate

---

<sup>13</sup> Associazione fra le società italiane per azioni.

vi ha aderito, formalmente o informalmente. Il restante 5% è costituito o da società la cui adesione non è desumibile nemmeno in maniera implicita o da società che hanno, al contrario, manifestato apertamente la non adesione.

Anche in merito alle informazioni sull'adesione ai codici di comportamento le società quotate sono formalmente chiamate a diffonderle annualmente, nel rispetto delle modalità e dei termini stabiliti tramite regolamenti dalla Consob, a pena di "una sanzione amministrativa pecuniaria da diecimila a trecentomila euro" in caso di omessa comunicazione.<sup>14</sup>

I dati relativi all'adesione sono quindi sintomo di una diffusa e più matura considerazione della validità di questo strumento di disciplina da parte delle società italiane.

Non bisogna tralasciare il ruolo ricoperto in materia dalle autorità indipendenti di vigilanza; accanto a leggi ed autoregolamentazioni è senza dubbio necessaria la loro supervisione.

Nel contesto italiano ciò si è tradotto con il rafforzamento dei poteri conferiti alla Consob.

Con riferimento alla già citata legge 262/2005 la Consob è stata infatti incaricata di emanare regolamenti principalmente relativi<sup>15</sup>:

- alla definizione delle modalità di elezione di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza;

---

<sup>14</sup> Cfr. art. 192 Tuif.

<sup>15</sup> Cfr. Regolamento Emittenti Consob 2007.

- all'espressione di un parere del Ministro della giustizia per la determinazione dei requisiti di onorabilità e di professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nelle società quotate;
- all'individuazione, come già accennato in precedenza, dei limiti al cumulo degli incarichi che i membri dell'organo di controllo delle società quotate possono assumere;
- all'elaborazione di un modello di attestazione che l'organo amministrativo e il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili devono sottoscrivere con riferimento al bilancio d'esercizio e consolidato.

### **3.3. LA NORMATIVA INTERNAZIONALE: LE DIRETTIVE COMUNITARIE, I CODICI DI BEST PRACTICE EUROPEI E I PROVVEDIMENTI DELL'OCSE**

In l'Italia la produzione di strumenti normativi e di regolamentazione in tema di corporate governance si è dimostrata molto intensa negli ultimi decenni; non possiamo dire che non lo sia stato altrettanto a livello comunitario.

L'Unione Europea si è resa autrice della produzione di numerose raccomandazioni in materia di *governance*, soprattutto in riferimento ad aspetti rivolti alla comunicazione.

Si segnala a riguardo la direttiva 2006/46/CE<sup>16</sup>, successiva alla direttiva emanata nel 2003 (Direttiva 2003/6/CE "L'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato", recepita in Italia con la Legge 62/2005 "Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alla Comunità Europea") e a quella del 2006 (2006/43/CE "Revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati").

Gli obiettivi ricercati in questa direttiva mirano all'attuazione di una maggiore trasparenza informativa sulle operazioni poste in essere dalle società, di migliorare le informazioni circa le azioni di governo societario e di armonizzare le disposizioni in tema di *governance*.

Si tratta di un provvedimento addirittura mondiale l'emanazione da parte dell'OCSE dei "*Principi di Corporate Governance*", pubblicati in una prima originaria versione nel 1999 e revisionati nel 2004 in seguito agli sviluppi ed alle esperienze dei Paesi membri, e non, dell'OCSE.

Questo ulteriore supporto normativo è nato con l'intenzione di fornire ai legislatori, agli investitori ed alle società stesse, standard e linee guida di riferimento per la progettazione di sistemi di *governance* in grado di soddisfare le singole aspettative, nel rispetto dei reciproci diritti.

---

<sup>16</sup> Attuazione della direttiva 2006/46/CE in tema di bilancio di esercizio, *bilancio consolidato e informazione sulla corporate governance*, Le Società, IPSOA, n. 1, 2009, pagg. 95-106.

Le società a cui tale documento è indirizzato sono prevalentemente quotate, ma è dichiaratamente auspicata una sua applicazione anche da parte di realtà non quotate.

L'impegno profuso dai membri dell'Ocse è giustificato dal fatto che ormai la corporate governance è ritenuta un elemento chiave tanto per il miglioramento dell'efficienza economica quanto per l'aumento del livello di fiducia da parte degli investitori che sembra essere tra i principali obiettivi comuni a livello globale.

Se per l'Italia il Codice Preda rappresenta il corpus di riferimento dell'autoregolamentazione lo stesso potremmo dire dei codici di best practice emanati in altri Paesi europei.

Vediamone i principali<sup>17</sup>.

Il già citato Combined Code inglese sembra essere il modello più seguito a livello europeo ed internazionale. La sua attenzione si focalizza su amministratori indipendenti e comitato di controllo interno.

In Spagna i principi di corporate governance li ritroviamo nel Código Unificado de Buen Gobierno, anch'esso incentrato sul ruolo del comitato di controllo interno e sulle figure degli amministratori che vi fanno parte, prevedendo che questi ultimi siano esclusivamente esterni alla società.

La Germania prevede addirittura obblighi normativi a cui sono sottoposte le società e che sono contenuti nel Codice Cromme.

---

<sup>17</sup> V. Ruggiero, *Il confronto con gli altri Paesi*, Il Sole 24 Ore – Norme e Tributi, 11 Agosto 2008, pag. 2.

Infine, vediamo che in Francia l'autoregolamentazione è gestita dall'Associazione degli Industriali Francesi (che ha emanato "The Corporate Governance of Listed Corporations") e dall'Associazione degli investitori istituzionali (che pubblica annualmente un regolamento per le raccomandazioni sul governo d'impresa).

# AZIENDA REDDITO E CREAZIONE DI VALORE

## 4.1 DEFINIZIONE DI AZIENDA

L'azienda è un agente economico di difficile definizione in quanto, pur mantenendo costante nel tempo l'oggetto, si modificano gli obiettivi strategici da raggiungere, le risorse finanziarie utilizzate per il loro raggiungimento nonché i criteri di coordinamento degli organi.

Le modifiche nei criteri suddetti sono imputabili a cambiamenti che avvengono nelle relazioni che si generano tra l'azienda e l'ambiente circostante nel quale opera<sup>1</sup>.

L'azienda, per sopravvivere nel tempo, si deve modellare e riadattare alle diverse situazioni ambientali che possono venirsi a creare. Per tale motivo sono state formulate svariate definizioni di azienda che permettono di apprezzare l'evoluzione dell'ambiente economico nonché politico-giuridico in epoche diverse.

Le tante definizioni non sono in contrasto tra di loro, ma possono essere considerate, in base alle loro finalità e contenuti, come prova del cambiamento delle situazioni e dei tempi.

L'azienda può essere analizzata sotto tre aspetti: aspetto strutturale, aspetto dinamico oppure entrambi strutturale-dinamico.

---

<sup>1</sup> M. Saita, *"Economia e strategia aziendale"*, Guffrè, Milano, 2000, par.3.2.

Ad una definizione di azienda a livello strutturale corrisponderà un'analisi statica dell'agente economico, mentre ad una definizione dinamica corrisponderà un'interpretazione del fenomeno a livello dinamico.

Considerando l'azienda sotto l'aspetto strutturale-dinamico avremo una definizione che include sia l'aspetto strutturale (e statico) che quello gestionale (dinamico), considerati entrambi nell'unitario fenomeno aziendale.

La definizione di azienda da parte di studiosi della materia, ha evidenziato a volte un'involuzione concettuale nella definizione stessa, questo è dovuto al fatto che il progresso scientifico culturale non ha un andamento lineare, con evidenti ritorni al passato e a posizioni considerate superate.

Per *FABIO BESTA* "l'azienda è la somma dei fenomeni o negozi (i contratti), rapporti da amministrare relativi ad un cumulo di capitali che formi un tutto a sé, di proprietà o di una persona singola, o di una famiglia o di una qualsiasi altra unione, o anche di una distinta classe di quei fenomeni, negozi o rapporti"<sup>2</sup>.

Per *GINO ZAPPA* "l'azienda è un istituto economico atto a perdurare che, per il soddisfacimento dei bisogni umani, compone e svolge in

---

<sup>2</sup> F. Besta, "La Ragioneria", I, pag. 6.

*continua coordinazione, la produzione o l'acquisizione e il consumo della ricchezza*"<sup>3</sup>.

Zappa non usa il termine organismo ma ne accetta i fondamentali caratteri che sono:

- strutturali, istituto economico destinato a perdurare;
- organizzativi, ordina e svolge in continua coordinazione;
- dinamici, la produzione, il procacciamento e il consumo della ricchezza il fine, per il soddisfacimento dei bisogni umani.

Per VINCENZO MASI *"l'azienda, come organismo economico-sociale, ridotta ai suoi termini essenziali, risulta costituita da l'uomo e dalla ricchezza: ma l'uomo nell'azienda svolge determinate funzioni e ne costituisce l'organismo personale; la ricchezza, nell'azienda, è un tutto coordinato con una determinata destinazione; è la ricchezza organizzata o anche detta patrimonio*"<sup>4</sup>.

Per PIETRO ONIDA: *"l'azienda è un mobile complesso e sistema dinamico nel quale si realizzano in sintesi vitale l'unità nella molteplicità, la permanenza nella mutabilità*"<sup>5</sup>.

Per CARLO MASINI: *"per azienda si intende dunque l'ordine strettamente economico di un istituto*"<sup>6</sup>

Per ALDO AMADUZZI: *"l'azienda è un sistema di forze economiche che sviluppa, nell'ambiente di cui è parte complementare, un processo di*

---

<sup>3</sup> G. Zappa, *"Le Produzioni nell'Economia delle Imprese"*, Giuffrè, Milano, Vol. I, pagg. 65-80

<sup>4</sup> V. Masi, *"La Ragioneria come scienza del patrimonio"*, Bologna, 1927, pag. 130

<sup>5</sup> P. Onida, *"Economia aziendale"*, UTET, Torino, 1963, pag. 4.

<sup>6</sup> C. Masini, *"Lavoro e Risparmio"*, UTET, Torino, 1970, pag. 13.

*produzione, o di consumo, o di produzione e di consumo insieme a favore del soggetto economico e degli individui che vi operano*"<sup>7</sup>.

Per GIOVANNI FERRERO: *"l'azienda è lo strumento dell'umano operare in campo economico, le persone e i mezzi si compongono al suo interno in un coordinato e dinamico insieme, tanto da apprezzarla come mobile unità economica: unità che sussiste malgrado la pluralità e la mobilità del costituirsi degli elementi in complesso"*<sup>8</sup>.

Per GIANNESI: *"l'azienda può essere intesa come una unità elementare dell'ordine economico-generale, dotata di vita propria e riflessa, costituita da un sistema di operazioni, promanante dalla combinazione di particolari fattori e dalla composizione di forze interne ed esterne, nel quale i fenomeni della produzione, della distribuzione e del consumo vengono predisposti per il conseguimento di un determinato equilibrio economico, a valere nel tempo, suscettibile di offrire una remunerazione adeguata ai fattori utilizzati e un compenso, proporzionale ai risultati raggiunti, al soggetto economico per conto del quale l'attività si svolge"*<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> A. Amaduzzi, *"L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni"*, UTET, Torino, 1953, pag 16

<sup>8</sup> G. Ferrero, *"Istituzioni di economia d'azienda"*, Giuffrè, Milano, 1968, pag 4.

<sup>9</sup> E. Giannesi, *"Le aziende di produzione originaria Volume primo - Le aziende agricole"*, Colombo Corsi, Pisa, 1960, pag 46.

## 4.2 IL SISTEMA AZIENDA FRA UNITARIETÀ SISTEMICA E DINAMISMO

Secondo quanto enunciato da Zappa, lo studioso di economia aziendale deve, per maturare una comprensione profonda delle aziende, analizzarle nella loro complessità dinamica e statica.

Nella stessa definizione che Zappa dà dell'azienda quale "*coordinazione economica in atto istituita e retta per il soddisfacimento di bisogni umani*"<sup>10</sup> è possibile sottolineare il richiamo alla sua unità sistemica e al suo dinamismo con lo scopo di analizzarla in tutti i suoi accadimenti e le varie relazioni che vengono a crearsi nel suo divenire.

Anche nella definizione di azienda - elaborata da Zappa nelle Produzioni - quale "*istituto economico destinato a perdurare che, per il soddisfacimento dei bisogni umani, ordina e svolge in continua coordinazione la produzione o il procacciamento e il consumo della ricchezza*"<sup>11</sup> è possibile andare a sottolineare il richiamo dell'autore verso la continua coordinazione gestionale.

In tal senso si vuole sottolineare l'importanza dell'azienda in una sua visione unitaria in cui l'unità è carattere dominante in grado di raccogliere la vita economica sia delle singole aziende che dei sistemi più ampi dei

---

<sup>10</sup> G. Zappa, "Tendenze nuove negli studi di ragioneria", Annuario del r. Istituto Superiore di Scienze Economiche e Commerciali di Venezia per gli Anni Accademici 1925-26 e 1926-27, pag. 54.

<sup>11</sup>G. Zappa, "Le Produzioni nell'Economia delle Imprese", Giuffrè, Milano, 1956, Vol. I, pag 37.

quali esse fanno parte<sup>12</sup>. Anche secondo Masini l'unità sistemica costituisce il fulcro di ogni categoria di azienda, di produzione, familiare di consumo e composta pubblica<sup>13</sup>.

Accanto ad una visione unitaria e statica lo Zappa richiama ad una approfondita indagine sulle relazioni dinamiche tra i diversi fenomeni aziendali *"La varietà della produzione d'impresa è estrema. Si modificano continuamente i volumi delle produzioni attuate; si succedono in coordinazioni assai diverse i difformi processi produttivi e le loro dissimili combinazioni; le qualità dei prodotti ottenuti dai singoli processi, per la pressione della cangiante domanda e per le rinnovate tecniche produttive, mutano assiduamente"*<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> G. Zappa, *"Le Produzioni nell'Economia delle Imprese"*, Giuffrè, Milano, 1957 Vol. II.

<sup>13</sup> C. Masini, *"Gino Zappa. La sua dottrina e la professione del Dottore commercialista"*, Giuffrè Editore, Milano, 1966, pagg. 7-8.

<sup>14</sup> G. Zappa, *"Le Produzioni nell'Economia delle Imprese"*, Giuffrè, Milano, 1957 Vol. III, pag. 62

## 4.3 IL REDDITO NELLE IMPRESE

Il reddito è una particolare configurazione di risultato economico che viene determinata nelle imprese in quanto rappresenta la remunerazione del capitale proprio, di proprietà o di rischio<sup>15</sup>.

Esplicitando il periodo temporale di riferimento è possibile distinguere il reddito *globale* o il reddito *d'esercizio*.

### 4.3.1 il reddito globale

Il reddito globale viene determinato alla fine della vita dell'impresa quando tutte le operazioni sono ultimate e pertanto risulta essere un risultato consuntivo che non richiede l'apprezzamento sui futuri svolgimenti della gestione.

Il reddito globale può essere determinato seguendo tre procedimenti<sup>16</sup>:

- il primo consiste nel confrontare il capitale di costituzione con il capitale di liquidazione ovvero si ha un confronto tra il complesso dei finanziamenti con vincolo di proprietà con i correlativi rimborsi e remunerazioni;
- il secondo confronta i flussi monetari in entrata con quelli in uscita; tanto il capitale di costituzione quanto quello di liquidazione sono

---

<sup>15</sup> G. Ceriani, "Lezioni di Economia Aziendale", Cedam, Padova, 1996, pag. 103.

<sup>16</sup> G. Ceriani, "Lezioni di Economia Aziendale", Cedam, Padova, 1996, pag. 104.

rappresentati da mezzi monetari e i correlati flussi non rappresentano altro che il raccordo tra la prima e l'ultima configurazione di capitale;

- il terzo, per finire, è dato dalla somma algebrica di tutti i ricavi e di tutti i costi, ovvero flussi di cassa opportunamente riclassificati.

Il reddito globale tende a rappresentare attraverso una misura sintetica, il complesso delle politiche di gestione e si identifica con il risultato monetario-finanziario-economico delle operazioni compiute dal soggetto economico<sup>17</sup>.

Il reddito globale costituisce un dato incontrovertibile in quanto deriva da una contrapposizione di valori definiti relativi ad operazioni ormai concluse.

Tuttavia, bisogna rendere omogenei i valori in quanto, nei vari momenti della vita dell'impresa, il valore economico della moneta non è il medesimo.

#### **4.3.2 il reddito di esercizio**

Il reddito di esercizio, contrariamente al reddito globale, è una quantità astratta, in quanto prescinde dalla considerazione che la gestione è unitaria nel tempo e nello spazio<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> *"la persona o il gruppo di persone che di fatto ha ed esercita il supremo potere nell'azienda, subordinatamente solo ai vincoli d'ordine giuridico e morale ai quale deve o dovrebbe sottoporsi"*, P. Onida, *"Economia aziendale"*, UTET, Torino, 1963, pag. 21.

<sup>18</sup> G. Ceriani, *"Lezioni di Economia Aziendale"*, Cedam, Padova, 1996, pag. 107.

Il reddito è generato da tutta la gestione nel suo continuo svolgimento: solo per astrazione si può configurare il reddito di esercizio in quanto ciò presuppone di dividere e dissociare quello che nel contesto è indivisibile ovvero prescinde dai legami di unità che vincolano le operazioni economiche gestionali.

Il fine istituzionale assegnato all'impresa è riconducibile a due obiettivi: massimizzare il risultato e cercare di dare una remunerazione periodica al capitale proprio.

La tendenza al conseguimento della massima remunerazione globale viene sostituita da quella della rilevazione, al termine di ogni periodo, di un reddito adeguato alla remunerazione del capitale proprio; in questa prospettiva il reddito d'esercizio rappresenta il massimo valore che può essere prelevato senza pregiudicare le condizioni di equilibrio economico<sup>19</sup>.

*“L'equilibrio economico dell'impresa si raggiunge quando le operazioni economiche in corso e durante la loro vita consentono di ottenere un valore della produzione in grado di :*

- *coprire i costi della produzione corrispondenti ed i risultati delle gestioni finanziaria, patrimoniale, straordinaria e fiscale;*
- *remunerare adeguatamente il capitale investito nell'impresa<sup>20</sup>.*

il perseguimento dell'equilibrio economico presuppone un'autosufficienza economica dell'impresa intesa come *“attitudine della gestione a remunerare, con i ricavi, alle condizioni richieste dal*

---

<sup>19</sup> M. Saita, *“Economia e strategia aziendale”*, Guffrè, Milano, 2000, pag. 85.

<sup>20</sup> M. Saita, *“Economia e strategia aziendale”*, Guffrè, Milano, 2000, pag. 84.

*mercato, tutti i fattori produttivi onde l'azienda abbisogna perché possa aver vita continua e conveniente sviluppo*<sup>21</sup>.

### **4.3.3 interessi confluenti nella gestione e reddito di esercizio**

Il reddito di esercizio rappresenta un punto di riferimento non soltanto nelle esigenze conoscitive del soggetto economico, ma anche per quelle di tutti i soggetti portatori di interessi.

Tra gli interessi che trovano soddisfacimento nello sviluppo della gestione aziendale si è soliti distinguere gli interessi interni da quelli esterni<sup>22</sup>.

Tra gli interessi interni, in cui l'appagamento è il fine immediato dell'impresa, ritroviamo gli interessi di coloro che conferiscono il capitale proprio e quelli dei prestatori di lavoro.

Tra gli interessi esterni ricompriamo gli interessi di tutti coloro che danno origine al sostenimento da parte dell'impresa di costi, ricavi e tributi verso la pubblica amministrazione.

I soggetti che trovano appagamento immediato o mediato si avvalgono del reddito di esercizio per esprimere in giudizio di convenienza e di efficienza sulle modalità di attuazione della gestione.

---

<sup>21</sup> P. Onida, *"Economia aziendale"*, UTET, Torino, 1963, pag. 58.

<sup>22</sup> G. Ceriani, *"Lezioni di Economia Aziendale"*, Cedam, Padova, 1996, pag. 111.

Al legislatore viene assegnato quindi il compito di tutelare gli interessi dei vari soggetti coinvolti, disciplinando la rilevazione e la distribuzione del reddito attribuibile al periodo amministrativo

## **4.4 CREAZIONE E DIFFUSIONE DEL VALORE DELL'IMPRESA**

Un'adeguata economicità è indispensabile per ogni impresa che voglia mantenersi autonoma, che voglia operare sul mercato con una prospettiva di vita durevole<sup>23</sup>.

E' una visione orientata ad un periodo temporale medio/lungo in grado di garantire una congrua ed equa redditività del capitale investito.

Ciò che conta non è più tanto il differenziale dei ricavi e dei costi ma la ricerca di condizioni di equilibrio economico<sup>24</sup>, e la capacità di accrescerne il valore.

La teoria del valore sostiene infatti che le finalità da assegnare all'impresa è quella di far accrescere il valore economico.

In altri termini, in particolare quelli usati da *Guatri*, *“la creazione di valore rappresenta il presupposto per “la sopravvivenza a lungo termine dell’impresa, la conservazione e lo sviluppo della sua capacità reddituale, il rispetto della sua funzione al servizio della società civile, il controllo del rischio”.*

---

<sup>23</sup> A. Moisello, *“ABC & EVA: un’integrazione possibile”*, working paper, Università di Pisa, 2000.

<sup>24</sup> G. Zappa, *“Le produzioni”*, Giuffrè, Milano, 1956, pagg. 731-732.

Secondo Guatri *“creare valore significa accrescere la dimensione del capitale economico, cioè il valore dell’impresa intesa come investimento. Ma il maggior valore che via via si forma per essere percepito e misurato dagli azionisti-risparmiatori deve passare anche nel valore di mercato, cioè trasferirsi sui prezzi delle azioni. Creazione e diffusione del valore sono perciò momenti complementari”*<sup>25</sup>

Lo stesso autore riconosce nell’organizzazione aziendale la chiave per la creazione di valore.

Il controllo e la gestione sono i due momenti fondamentali per la ricerca di valore, come egli stesso cita *“i due momenti organizzativi, in tema di creazione del valore, riguardano il controllo, cioè la misura periodica della sua grandezza, e la gestione, cioè l’applicazione operativa di un approccio sistematico alla ricerca di “nuovo” valore”*<sup>26</sup>

Il fine dell’impresa sarebbe quindi quello di massimizzare il suo valore espresso in termini di capitalizzazione di borsa o di valore di mercato.

L’obiettivo della massimizzazione del valore del capitale dell’impresa può definirsi *razionale, accettabile, stimolante e misurabile*<sup>27</sup>.

1. Razionale in quanto gli interessi degli azionisti vengono tutelati e presi in considerazione nelle scelte strategiche in via prioritaria rispetto gli interessi degli altri stakeholders;
2. Accettabile in quanto la sopravvivenza ed il successo aziendale è condiviso da tutti i portatori di interessi;

---

<sup>25</sup> L. Guatri, *“La teoria della creazione del valore”*, Egea, Milano, 1991, pag. 6.

<sup>26</sup> L. Guatri, *“La teoria della creazione del valore”*, Egea, Milano, 1991, pag. 7.

<sup>27</sup> L. Guatri, *“La teoria della creazione del valore”*, Egea, Milano, 1991, pagg. 25-31.

3. Stimolante in quanto orienta la scelte dei manager alla continua ricerca di valore;
4. Misurabile in quanto il controllo permette di misurarne periodicamente la grandezza.

Il valore economico creato deve essere successivamente diffuso all'interno dell'azienda, nei suoi sistemi ed attività. In questo senso si parla di qualità totale e del suo legame rispetto alla teoria del valore.

Per qualità totale si farà riferimento a quella logica che vede il sistema della qualità interagire con gli altri sistemi aziendali, con le attività generatrici di valore e con le strategie aziendali<sup>28</sup>.

I diversi concetti sulla base di quali si sviluppano queste due Teorie le rendono tra loro complementari e come afferma Sciarelli sembra esserci un forte legame tra le due<sup>29</sup>.

La Qualità Totale è intesa a sottoporre a stretto controllo tutti i processi attuati dall'impresa con le finalità della soddisfazione del cliente e del miglioramento continuo<sup>30</sup>.

Inoltre, un altro punto in comune è l'attenzione posta alla misurazione dei risultati che le due Teorie spingono l'azienda ad effettuare, in una più rivolta a misurare performance legate all'aspetto produttivo, l'altra a misurare performance legate all'aspetto finanziario<sup>31</sup>.

---

<sup>28</sup> M. Saita, *"Economia e Strategia Aziendale"*, Giuffrè, Milano, 2000, pagg. 331-332.

<sup>29</sup> Materiale disponibile on-line, Università di Bergamo, "La teoria della creazione e diffusione del valore dell'impresa", [www.unibg.it](http://www.unibg.it)

<sup>30</sup> S. Sciarelli, "Fondamenti di economia gestione delle imprese", Cedam, Padova, 2008, pagg. 52-78.

<sup>31</sup> S. Sciarelli, "L'evoluzione della qualità nella gestione aziendale", articolo pubblicato nel 2000, pagg. 30-41, Università di Bologna

Le due teorie pur enunciando obiettivi diversi, per lo più di breve periodo, perseguono entrambe la sopravvivenza a lungo termine dell'impresa; la conservazione e lo sviluppo quindi della sua capacità reddituale<sup>32</sup>.

Il programma di ricerca P.I.M.S. articolato su 450 imprese ha dimostrato che la strategia che maggiormente agisce sul profitto delle imprese è la strategia della qualità ed in particolar modo la maggiore qualità consente nel breve periodo un aumento dei prezzi e in parte una riduzione dei costi della qualità; nel lungo periodo consente maggiori vendite, più elevate quote di mercato e una maggiore redditività<sup>33</sup>

In ambito strategico, infine, le due teorie devono essere accettate, condivise e diffuse all'interno di tutta la struttura aziendale affinché possano essere applicate.

## **4.5 L'INFLUENZA DELLA CORPORATE GOVERNANCE SULLA CREAZIONE DI VALORE**

La creazione di valore è certamente un obiettivo fondamentale a cui mira un'impresa, soprattutto se per creazione di valore si intende un concetto più ampio, per descrivere la produzione di risorse da investire nuovamente e disporne di altre da destinare alla soddisfazione degli

---

<sup>32</sup> Materiale disponibile on-line, Università di Bergamo, "La teoria della creazione e diffusione del valore dell'impresa", [www.unibg.it](http://www.unibg.it)

<sup>33</sup> M. Saita, *"Economia e Strategia Aziendale"*, Giuffrè, Milano, 2000, pag.335.

stakeholder, in modo tale da instaurare un continuo processo di acquisizione di consensi e risorse<sup>34</sup>.

La corporate governance rappresenta un fattore che incide sulla creazione di valore nell'impresa, proprio perché essa rappresenta lo strumento che permette una corretta amministrazione della società, volta a soddisfare le attese degli stakeholder nel tempo.

A riguardo, vi sono interessanti considerazioni rispetto la relazione che lega la governance alla creazione di valore per un'impresa e vi sono contrapposte visioni di pensiero in merito alla considerazione degli interessi e dei legami che vanno tutelati con l'azione di governo<sup>35</sup>.

Soddisfare le istanze degli stakeholder, come precedentemente esposto nel secondo capitolo, prendere decisioni socialmente responsabili, perseguire l'*accountability*, nonché esercitare un controllo sostanziale sulla gestione a fronte di potenziali conflitti di interesse, permette di creare valore nel lungo periodo.

Il rafforzamento delle condizioni di economicità determinato dalla corporate governance migliora l'operatività gestionale.<sup>36</sup>

L'affinamento delle strutture e dei meccanismi su cui si fonda il sistema di governo aziendale contribuisce a migliorare la bontà del processo decisionale favorendo di conseguenza la prosperità d'impresa.

---

<sup>34</sup> D. M. Salvioni, *"Corporate governance, controllo e trasparenza"*, Franco Angeli, 2007, pag. 31

<sup>35</sup> C. Busco, A. Riccaboni, A. Saviotti, *"Governance, strategia e misurazione delle performance"*, Knowitá, 2008, pagg. 94-95.

<sup>36</sup> U. Bertini, *"Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore"*, collana AIDEA: "Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria", Il Mulino, Bologna, 2009, p. 56.

Proviamo ora a comprendere meglio, da un punto di vista teorico, in che modo la corporate governance possa agire positivamente sul processo di creazione di valore.

Faremo ora riferimento ad un indicatore utilizzato proprio ai fini della rappresentazione della capacità di un'impresa di creare o distruggere valore.

Stiamo parlando dell'EVA, l'Economic Value Added<sup>37</sup>.

I fattori alla base della sua determinazione sono:

- il tasso di rendimento del capitale,  $r$ ;
- il costo medio ponderato del capitale (conosciuto come WACC, Weighted Average Cost of Capital),  $c$ .

Poiché il tasso di rendimento del capitale  $r$ , è strettamente collegato al reddito operativo ed al capitale investito ed è influenzato dalle decisioni strategiche e dalla composizione manageriale, se le decisioni vengono prese in modo tale da rispettare tutti gli interessi tale indicatore dovrebbe aumentare.

Per quanto riguarda invece il WACC esso risulta dalla media tra il costo del capitale di rischio ed il costo del capitale di debito, entrambi ponderati coi pesi ricoperti dalle fonti di finanziamento nella struttura finanziaria complessiva che caratterizza l'azienda.

Il costo del capitale di rischio dovrebbe diminuire qualora si verificassero condizioni favorevoli come una marcata trasparenza nello svolgimento delle operazioni aziendali, una tutela degli interessi degli azionisti di

---

<sup>37</sup> G. Sicoli, *"Una analisi delle relazioni tra creazione di valore e gestione aziendale"*, Franco Angeli, Milano, 2008, pagg. 108-112.

minoranza o ancora l'efficiente regolamentazione del mercato finanziario. Questo dovrebbe accadere poiché le situazioni sopra citate dovrebbero favorire gli investimenti azionari, con la conseguente diversificazione del portafoglio titoli degli investitori e la riduzione del rischio. A tale riduzione dovrebbe corrispondere una diminuzione del rendimento richiesto in cambio di capitale.

Anche il costo del capitale di debito dovrebbe diminuire, in conseguenza della riduzione del debito a favore di un maggior impiego di capitali provenienti da investimenti di tipo azionario.

Se da una parte per creare valore è necessario che il costo del capitale diminuisca, dall'altra occorre però un aumento del NOPAT, ossia del reddito che deriva dalla gestione caratteristica, al netto delle imposte e al lordo degli oneri finanziari.

Dalla combinazione di queste due condizioni discende la creazione di valore; precisamente possiamo affermare che l'azienda è in grado di creare valore quando l'EVA risulta maggiore di zero.

Un altro recente studio tende a dimostrare come la corporate governance riesca a creare valore attraverso le relazioni si instaurano tra gli stakeholders<sup>38</sup>.

Le imprese attualmente si trovano ad operare in un sistema aperto che le sottopone a maggiori influenze, interessi e richieste rispetto il passato.

---

<sup>38</sup> A. Beretta Zanoni, *"The Primary Stakeholder relationships: Corporate governance and value creation"*, in *"International Corporate Governance After Sarbanes-Oxley"*, Wiley & Sons Inc., 2008, pagg.379-398.

In un contesto simile le relazioni tra gli stakeholders sono diventate un elemento cruciale dei nuovi sistemi di corporate governance.

Vengono definiti stakeholders primari coloro che investono volontariamente risorse nell'attività d'impresa; in tale definizione si possono pertanto includere i lavoratori, gli investitori, i clienti e le pubbliche amministrazioni<sup>39</sup>.

Lo studio parte da tre ipotesi di base:

- l'impresa tende a sopravvivere attraverso la massimizzazione del valore creato; attraverso quindi la massimizzazione della differenza tra valore delle risorse prodotte e valore delle risorse consumate.
- Questo implica che anche se l'impresa opera in un ambiente complesso e multirelazonato persegue obiettivi riferibili ad un unico obiettivo funzione: massimizzare il valore d'impresa.
- Data una crescita complessa, sia in termini competitivi che sociali, il management deve porre attenzione alle relazioni che si creano tra i differenti stakeholders primari in quanto questi ultimi apportano risorse e per tale motivo possono essere definiti *stakeholders value*.

Sintetizzando è possibile affermare che il valore di una relazione profittevole e di conseguenza il valore di una buona relazione dipende dalla dimensione di due variabili:

1. dal valore medio dei contributi degli stakeholders;

---

<sup>39</sup> M.B.E. Clarkson, "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance", *Accademy of Management Review*, 1995, n° 20, pagg. 92-117.

2. dal valore che scaturisce dalla differenza tra *investment return* ( $r$ ) e *opportunity cost* ( $i$ ), i quali dipendono dal rendimento di investimenti alternativi che gli stakeholders possono decidere di effettuare.

Quindi ogni stakeholder, in ogni dato momento, può trovarsi teoricamente in una posizione:

- neutrale;
- di buone relazioni;
- di cattive relazioni.

La conoscenza della posizione in cui si trovano gli stakeholders diventa importante da un punto di vista della governance.

Diventa cruciale, quindi, inserire i vari stakeholders all'interno del processo decisionale in posizioni che permettano all'impresa di gestire tali relazioni nel migliore dei modi.

Data la complessità e l'articolazione del processo l'autore suggerisce un modello di analisi suddiviso in cinque punti:

1. identificare le relazioni esistenti;
2. valutare la natura delle relazioni;
3. valutare la posizione delle relazioni (buone o cattive relazioni);
4. valutare l'impatto dei differenti posizionamenti sul valore dell'impresa;
5. valutare le conseguenze delle scelte del management.

## **Identificare gli stakeholder primari**

Il problema principale risulta definire la fonte di legittimazione di tale figura la quale può avere natura legale, come il diritto di proprietà oppure natura simbolica.

Tra le varie definizioni si lega la definizione di stakeholder al concetto di rischio.

Gli interessi che derivano dall'investimento effettuato nel business "risarciscono" l'investitore del rischio legato allo stesso investimento.

## **Valutare la natura e l'esistenza delle relazioni**

La valutazione dipende dal:

- livello di reattività degli stakeholder nella relazione;
- la rilevanza strategica degli stakeholder per l'impresa.

Per reattività si intende la capacità degli stakeholder di reagire positivamente o negativamente, rispetto la posizione assunta all'interno della relazione.

La reattività dipende a sua volta da due elementi: la criticità della relazione, intesa come l'interesse che lega gli stakeholder all'impresa e dalla priorità temporale di tale interesse, e dal potere della relazione stessa rispetto l'impresa.

Per rilevanza strategica si fa riferimento al posizionamento che ogni stakeholder assume nella strategia d'impresa.

### **Valutare la posizione della relazione**

Ogni relazione deve essere valutata sulla base delle proprie criticità. Per ogni stakeholder primario è possibile determinare il valore della relazione attraverso il valore differenziale di  $r$  rispetto  $i$ . la scelta tuttavia dipende dalle informazioni che si hanno in possesso.

### **Valutare l'impatto dei differenti posizionamenti sul valore dell'impresa**

Il valore delle relazione è un valore parziale che può soddisfare alcuni gruppi di stakeholders e danneggiarne diversamente altri.

Per tale motivo risulta importante valutare l'impatto che il posizionamento strategico dei vari stakeholders può avere sulla capacità dell'impresa di creare valore.

### **Valutare le conseguenze delle scelte del management**

Relazioni buone o cattive non sono esclusivamente causate da imperfezioni temporali del mercato ma sono anche il risultato di decisioni strategiche.

Per questa ragione il management strategico delle relazioni tra gli stakeholder primari dovrebbe essere parte integrante della corporate governance.

Le relazioni dovrebbero essere gestite attraverso strumenti e meccanismi operativi in grado di dar vita a relazioni capaci di creare valore.

In questa ottica la corporate governance diviene uno strumento volto alla massimizzazione della qualità delle relazioni tra stakeholder.

Si hanno relazioni di qualità nella misura in cui tali relazioni sono coerenti con i piani strategici e sono in grado di creare valore.

# IL LEGAME TRA PERFORMANCE, GOVERNANCE ED INFORMATIVA

## introduzione

La qualità dei modelli di corporate governance, sia essa imposta da un sistema giuridico o da codici di autoregolamentazione, potrebbe risultare importante per il corretto funzionamento di un sistema economico. Una visione complessiva del problema introduce l'ipotesi che miglioramenti nelle pratiche e nelle regole di governo societario possano accrescere l'efficienza<sup>1</sup> economica.

Per un potenziale investitore una buona governance potrebbe significare migliori performance e minori rischi di default.

Inoltre la presenza nell'azionariato di investitori istituzionali è spesso positivamente correlata ad un buono standard qualitativo della governance<sup>2</sup>, correlazione motivabile anche da un maggior controllo che l'investitore "professionale" è in grado di svolgere. In questo senso è possibile utilizzare la governance come leva per attrarre capitali.

Numerose ricerche suggeriscono che il livello di protezione degli investitori in un paese è una importante determinante dello sviluppo del

---

<sup>1</sup> " *Strengthening Institutions of Local Governance*", WORLD BANK, 2001, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

<sup>2</sup> E. Barucci, Y. Falini, " *Determinants of corporate governance in Italy*", materiale disponibile on-line Università di Roma Tor Vergata, Economics notes by Monte dei Paschi Siena, vol. 34, n° 3, pagg. 371-405.

suo mercato finanziario: laddove le leggi sono garanti degli outside investors, gli investitori sono più propensi a finanziare le imprese, i mercati finanziari sono più sviluppati e l'efficienza allocativa risulta migliore<sup>3</sup>.

La letteratura offre svariati contributi inerenti il governo societario provenienti da studi relativi al market for corporate control, al risk management, ai problemi e ai costi d'agenzia, all'efficienza e alla protezione giuridica degli investitori e dei creditori.

La letteratura sulla corporate governance è prevalentemente di natura anglosassone dove il modello societario di riferimento è quello della public company, per molti versi diverso da quello predominante nel nostro Paese.

Mentre in una public company le principali tematiche di governance riguardano il conflitto manager verso azionisti, nei sistemi caratterizzati da una proprietà concentrata il principale problema risiede nell'estrazione di benefici privati da parte dell'azionista di controllo, allineato con il manager, a scapito degli azionisti di minoranza<sup>4</sup>.

Il sistema italiano è caratterizzato da una elevata concentrazione della proprietà, fino al punto che "da una prospettiva anglosassone, nessun paese più dell'Italia simboleggia il capitalismo familiare"<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> R. La Porta, J. Lakanishok, A. Sheleifer, R. Vishny, *"Good news for value stocks: further evidence on market efficiency"*, NBER Working Papers, 2005, materiale disponibile on-line, [www.nber.org](http://www.nber.org).

<sup>4</sup> F. Colarossi, M. Giorgino, *"Corporate governance e valore di mercato: un'analisi sulle blue chips italiane"*, materiale disponibile on-line Politecnico di Milano, [www.ingegneriagestionale.uniroma1.it](http://www.ingegneriagestionale.uniroma1.it).

<sup>5</sup> A. Aganin, P. Volpin, *"History of corporate ownership in Italy"*, NBER Working Paper, 2003, materiale disponibile on-line, [www.nber.org](http://www.nber.org).

Le tematiche di governance più rilevanti per le società quotate italiane, considerate anche nelle loro peculiarità, sono ben sintetizzate nel Codice di Autodisciplina che, per le società aderenti, prevede un insieme di regole in materia di Governance tese a massimizzare il valore per gli azionisti.

Al di là della questione inerente la valutazione dei sistemi di governo adottati dalle società italiane, e del correlato problema di individuare dei modelli di *assessment* specifici, emerge inoltre la necessità di estendere l'indagine sulla governance alla ricerca di un legame più concreto tra buona governance e performance dell'impresa.

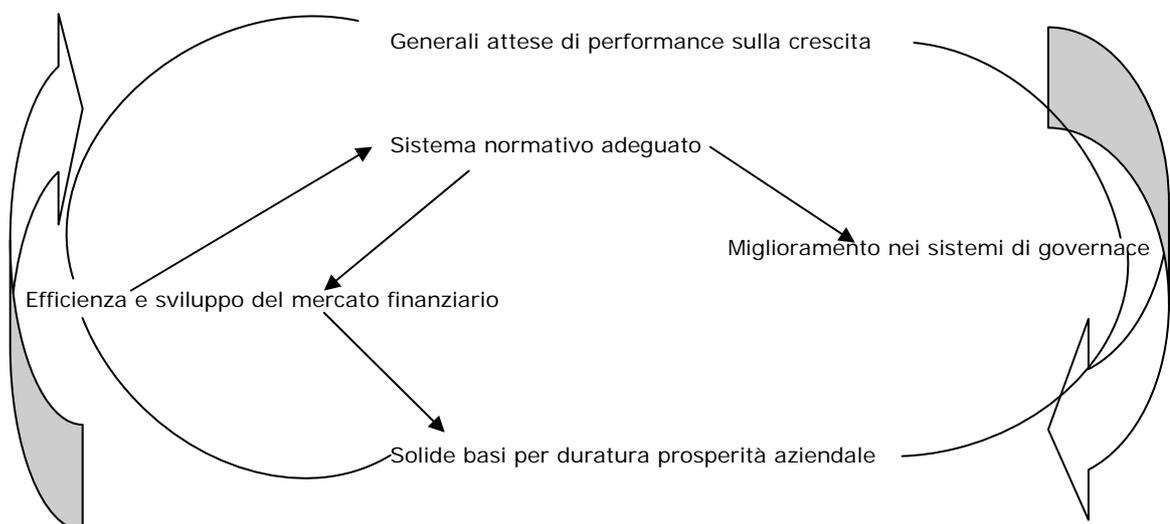
## **5.1 LE RELAZIONI TRA GOVERNANCE E PERFORMANCE**

Un'efficace governo d'impresa perseguito attraverso il rispetto delle *best practice* internazionali e l'applicazione di buone norme di governo è auspicabile ma non sufficiente a garantire una corretta gestione. Risulta in questo senso indispensabile che il management definisca le proprie linee strategiche condivise possibilmente dai vari membri dell'organizzazione allineandole con le aspettative dei portatori di interesse attraverso l'implementazione di idonei assetti formali in grado di soddisfare le proprie responsabilità nei confronti di tutti gli stakeholders.

La definizione e la gestione delle strategie, infatti, non può e non deve rimanere confinata agli organi dell'alta direzione, ma richiede la consapevolezza e l'attiva partecipazione di tutti i componenti della comunità aziendale<sup>6</sup>.

Performance, supervisione e responsabilizzazione, sono dimensioni interdipendenti: manager e Consigli di Amministrazione, per il fatto di essere continuamente "misurati" per i risultati ottenuti dall'impresa sotto la loro guida, dovrebbero migliorare le proprie prestazioni contribuendo a far crescere le performance aziendali<sup>7</sup>. Si sono quindi delineate nel tempo condizioni che determinano l'attuale rilevanza assegnata alla corporate governance vedi figura 1.

Figura 1 - il fenomeno della corporate governance: un modello generale di rappresentazione (fonte: M. Reboa, "Proprietà e controllo d'impresa").



<sup>6</sup> L. Brown, M. Caylor, "Corporate governance and firm performance", Working Paper, in Social Science Research Network, 2004, materiale disponibile on-line [www.ssrn.co](http://www.ssrn.co).

<sup>7</sup> M. Reboa, "Proprietà e controllo d'impresa", Giuffrè, Milano, 2002, pag. 92.

Un supporto alla verifica di quanto sopra citato viene offerto dai sistemi di misurazione delle performance, ovvero le modalità, processi e strumenti con cui vengono individuati, descritti e rilevati i risultati dell'azienda e le azioni che conducono agli stessi.

In tal senso i legami tra la governance e la performance aziendale si concretizzano tramite le funzioni di indirizzo degli organi di governo, le linee programmatiche tese al raggiungimento degli obiettivi strategici, nonché le modalità attraverso le quali tali linee programmatiche vengono prima implementate e poi monitorate <sup>8</sup>.

Le opportunità (rischi positivi) sono insieme alle minacce (rischi negativi) le due componenti dei rischi di un progetto che devono essere gestite per garantire le attese, le aspettative e le necessità degli stakeholder<sup>9</sup>.

Tuttavia, l'attenta implementazione delle strategie, il controllo della performance e l'analisi del rischio, non bastano ad assicurare la gestione responsabile dei processi di creazione di valore. Quest'ultima è fortemente influenzata dal complesso di valori e convinzioni caratterizzanti la cultura aziendale<sup>10</sup>.

In tal senso bisogna porre attenzione alle caratteristiche del sistema e ai valori interni, che devono risultare allineati a quelli degli stakeholder di maggior rilievo.

---

<sup>8</sup> C Busco, M. Frigo, E. Giovannoni, A. Riccaboni, R.W. Scapen, "Towards integrated Governance: the role of performance measurement systems", in Epstein, Manzoni "Studies in managerial and financial accounting, 2006, 16, pagg. 159-186.

<sup>9</sup> D. Castaldo, "Project Risk Management. Identificazione, analisi, strategie di risposta e controllo dei rischi di progetto", Franco Angeli, Milano, 2009, cap 7.

<sup>10</sup> A. Nobolo, "Continuità e sistemi di governo economico", Egea, Milano, 2000, par. 1.3

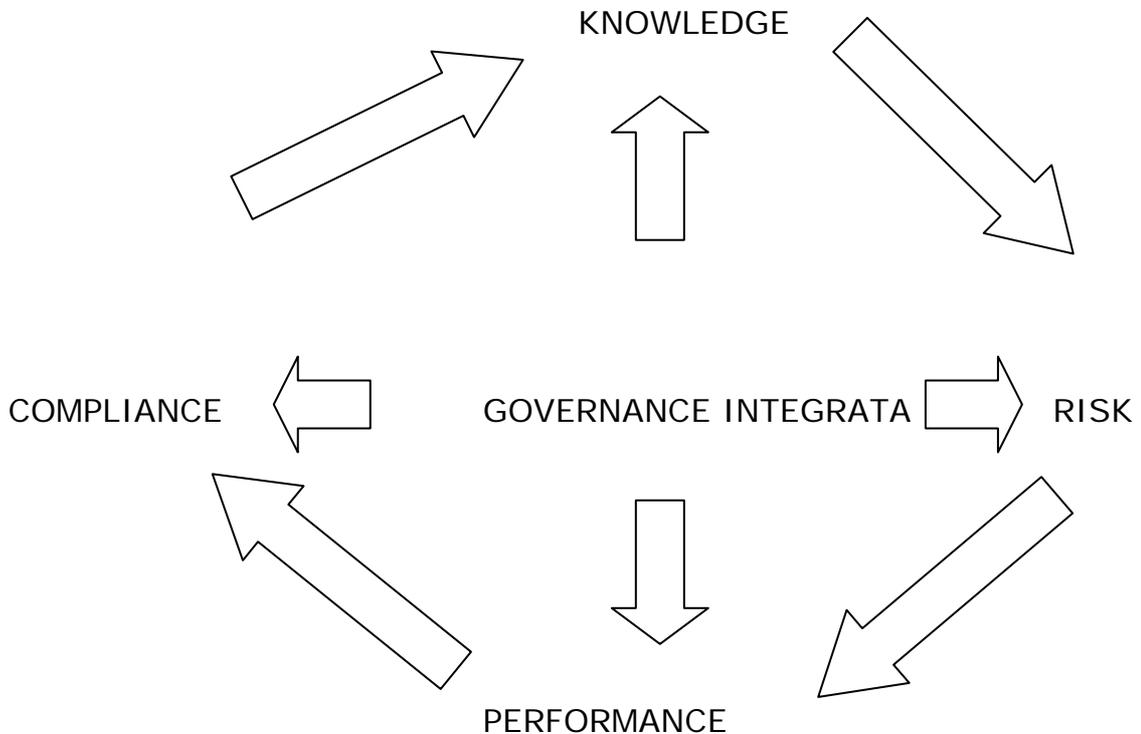
Per ben governare, pertanto, occorre andare "*beyond compliance*" ed occorre sapientemente monitorare non solo il grado di aderenza alle regole ed ai principi interni ed esterni, ma anche la definizione degli obiettivi e la misurazione delle performance aziendali, l'analisi e la gestione del rischio, nonché l'insieme di conoscenze, valori e competenze che definiscono la cultura aziendale. È possibile, perciò, sintetizzare la prospettiva interpretativa individuando quattro distinte dimensioni della governance – *compliance, performance, risk e knowledge* – da implementare in un'ottica integrata<sup>11</sup>.

La "Governance Integrata" viene sintetizzata nello schema seguente (figura 2 pagina successiva).

---

<sup>11</sup> C Busco, M. Frigo, E. Giovannoni, A. Riccaboni, R.W. Scapen, "*Beyond compliance: an integrated governance frame work*", ICAEW, London, 2008, pagg. 1-19.

Figura 2 – Le dimensioni della “Governance Integrata” (Fonte: disas, Università di Siena)



Il ruolo, le competenze, le persone e gli strumenti del controllo di gestione possono essere preziosi non solo ai fini della concreta implementazione di una delle dimensioni nelle quali si articola il governo d'impresa, ovvero quella delle performance, ma anche per l'integrazione delle varie componenti prima indicate (*Compliance, Performance, Risk e Knowledge*) nell'ambito della Governance Integrata<sup>12</sup>. La funzione amministrazione, finanza e controllo risultano determinanti nel tradurre gli obiettivi strategici in risultati concreti, ad indurre una cultura interna verso il principio di meritocrazia e nell'assicurare che il controllo sia attuato nel rispetto del grado di rischio tollerato dagli stakeholder.

<sup>12</sup> C Busco, M. Frigo, E. Giovannoni, A. Riccaboni, "Dalla corporate governance all'integrated governance", in *Economia e Management*, 2007, 3, pagg. 87-100.

Secondo Kaplan e Norton<sup>13</sup>, l'esecuzione della strategia ed il conseguente raggiungimento dei risultati desiderati è dato dalla somma di tre componenti fondamentali: (1) la descrizione, (2) la misurazione e (3) la gestione degli indirizzi strategici dell'azienda. Il filo logico che lega queste tre componenti è il seguente: non si può gestire (terza componente) ciò che non si può misurare (seconda componente); e non si può misurare ciò che non si può descrivere (prima componente).

Tale modello grazie alla sua impostazione *forward-looking* ed alla presenza di differenti prospettive d'analisi, è in grado di offrire un'analisi integrata delle performance aziendali, collegando la gestione strategica alle determinanti operative del processo di creazione di valore (esprese attraverso indicatori fisico-tecnici ed economico-finanziari).

Secondo tale logica Kaplan e Norton hanno allargato l'ambito di applicazione di tale modello ai meccanismi di governance dell'azienda, proponendo la cosiddetta "*three-part Balanced Scorecard*", ovvero *l'enterprise, l'executive e la board Balanced Scorecard*. La logica ed il modello della *Balanced Scorecard*, dunque, riesce a fornire un contributo non solo in relazione ai fini strategici ed operativi in termini di efficacia ed efficienza aziendale ma anche una concreta attuazione della cosiddetta governance integrata focalizzata sul monitoraggio delle iniziative in grado di consentire l'auspicata armonizzazione fra Compliance, Performance, Risk e Knowledge.

---

<sup>13</sup> S Kaplan, D. Norton, "*Allineamento strategico*", Isedi, Torino, 2006, cap. 1.

## 5.2 PERFORMANCE AZIENDALE

Le aziende si trovano ad operare in un ambiente economico competitivo in continua evoluzione. Vengono sottoposte ad un continuo processo di miglioramento capace di misurarne la competitività rispetto ai propri concorrenti. Per tale motivo bisogna tenere costantemente sotto osservazione i fattori chiave legati al successo dell'impresa e misurare costantemente le performance aziendali non solo nel suo complesso e per le singole attività.

Le performance aziendali vengono solitamente controllate principalmente sulla base di criteri quantitativi, normalmente di natura economica: profitto, fatturato, redditività degli investimenti, indebitamento, etc.. Questi indicatori tuttavia inducono forti distorsioni in quanto non riescono a rilevare i benefici che l'azienda può trarre in termini di competitività da aspetti meno tangibili legati ad aspetti qualitativi quali: qualità del servizio, qualità del prodotto, soddisfazione della clientela, innovazione, responsabilità sociale, clima di lavoro, immagine aziendale.

Risulta evidente in questo senso che obiettivi economici ed obiettivi sociali sono sempre impliciti in ogni strategia aziendale; per tale motivo sarebbe auspicabile implementare un sistema di controllo basato non solo su indicatori quantitativi ma in grado di tenere in considerazione anche gli aspetti qualitativi in quanto i soli obiettivi economici potrebbero spingere l'impresa verso comportamenti "irresponsabili" da

un punto di vista sociale e qualitativo, con gravi ripercussioni sull'immagine esterna ed interna dell'impresa.

### **5.2.1 Gli indicatori aziendali**

Gli indicatori sono "*informazioni critiche, sintetiche, significative e prioritarie che permettono di misurare l'andamento aziendale nei suoi più svariati aspetti*"<sup>14</sup>

Sono informazioni *critiche*, in quanto su di esse il management opera le proprie scelte; sono informazioni *sintetiche*, perché espresse da una variabile semplice o composta (es. tempo, fatturato x addetto, etc.); *significative*, in quanto ben rappresentano i fenomeni aziendali alle quali si riferiscono; *prioritarie*, per la loro natura irrinunciabile nei cicli di pianificazione e controllo a tutti i livelli aziendali (strategico, direzionale, operativo); permettono di misurare l'andamento aziendale in quanto sono rappresentate da variabili quantitative o qualitative comunque confrontabili.

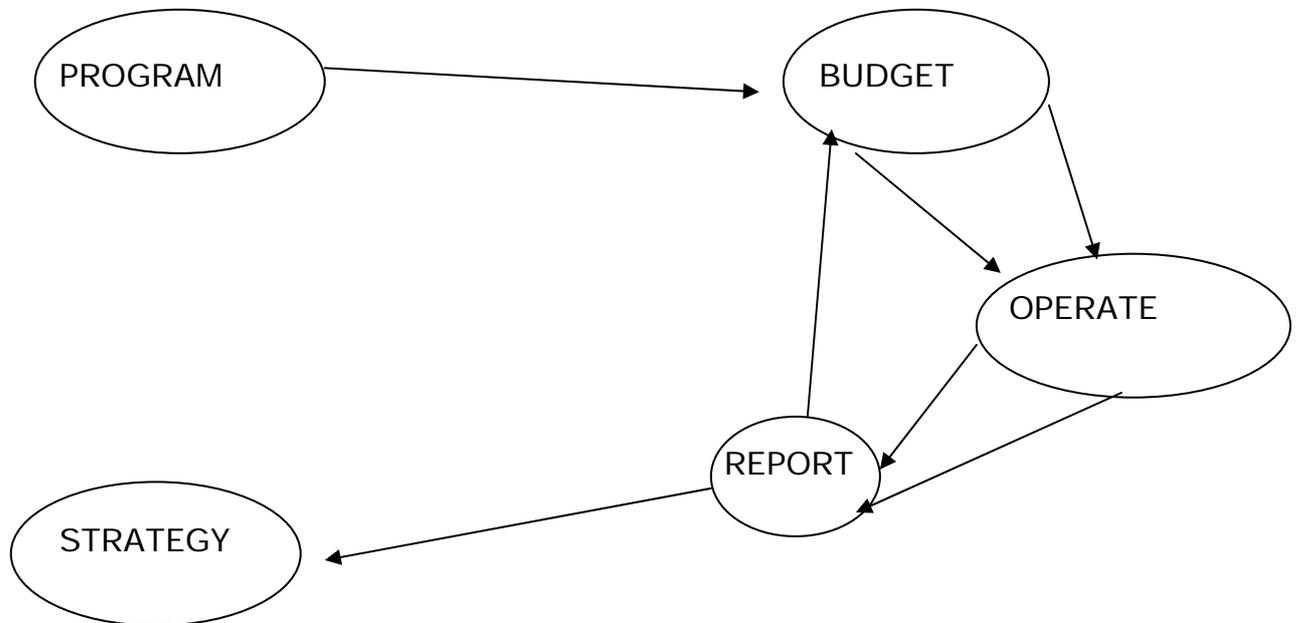
Grazie ad essi, il management può non solo misurare i fenomeni aziendali nel tempo, ma può pianificare e programmare le attività aziendali, misurare gli scostamenti tra obiettivi attesi e risultati ottenuti, e intraprendere le azioni necessarie per correggere i gap, ovvero può

---

<sup>14</sup> S. Cavalli, "*il sistema di misurazione delle prestazioni aziendali*", materiale disponibile on-line, [www.unibg.it](http://www.unibg.it), Università di Bergamo

gestire con metodo (pianificazione -> controllo -> correzioni tempestive) l'azienda o la parte di essa di cui è responsabile.

Figura 2 (fonte: rielaborazione personale scrivente)



Un buon sistema di indicatori permette la rilevazione tempestiva di criticità che altrimenti, con la sola contabilità, potrebbero essere rilevate troppo tardi<sup>15</sup>.

I dati contabili solo in parte rilevano la dimensione strategica della gestione e solo nel medio-lungo periodo.

Infatti alcuni aspetti strategici importanti come la customer satisfaction, non hanno impatto immediato sulle rilevazioni contabili.

---

<sup>15</sup> S. Cavalli, *"il sistema di misurazione delle prestazioni aziendali"*, materiale disponibile on-line, [www.unibg.it](http://www.unibg.it), Università di Bergamo

### 5.2.2 Concetto di successo dell'impresa

I risultati conseguiti per il successo di una generica impresa sono di tre tipologie:

**Risultati economico-finanziari.** Determinati ricorrendo indicatori ricavabili dai dati della contabilità generale ed analitica (indicatori di economicità, redditività, di solidità patrimoniale, di liquidità).

**Risultati competitivi.** Si possono esprimere riferendosi ad opportuni indicatori che misurino il "peso" dell'impresa nell'ambito del sistema competitivo in cui opera.

**Risultati sociali.** Riguardano il livello di soddisfazione dei partecipanti (lavoratori dipendenti, proprietari del capitale di rischio) e il grado di fiducia che l'impresa acquisisce nei confronti degli stakeholders, dei finanziatori, degli esponenti politici, delle organizzazioni di categoria, delle pubbliche amministrazioni.

### 5.2.3 Il sistema di misurazione delle performance

Le performance sono numerose e differenziate. Alcune hanno carattere generale e quindi sono riscontrabili in tutti i processi, ad esempio le prestazioni in termini di costo, tempo, qualità e valore; altre invece sono tipiche di processi specifici, come ad esempio le prestazioni di produttività, versatilità e flessibilità nell'ambito dei processi produttivi.

La misurazione delle performance delle attività e dei processi aziendali richiede la definizione di un sistema di indicatori che permetta di rappresentare, in un quadro unitario e prospettico, la capacità dell'impresa di perseguire i propri obiettivi nel tempo<sup>16</sup>.

Si tratta di un sistema di misure in grado di evidenziare la capacità dell'impresa di adattarsi alle mutazioni dell'ambiente esterno, secondo una prospettiva di analisi dinamica.

#### **5.2.4 Requisiti del sistema di misurazione delle performance**

Il sistema di misurazione e controllo deve avere dei requisiti che gli conferiscono la capacità di guidare l'impresa verso il conseguimento degli obiettivi di breve, medio e lungo periodo, in condizioni di efficienza statica e dinamica.

Le principali caratteristiche che questi requisiti devono avere sono quattro<sup>17</sup>:

1. **Completezza.** Perché è in grado di misurare tutte le componenti nelle quali si può articolare il concetto di valore creato dall'impresa.
2. **Rilevanza.** Il concetto di rilevanza è strettamente legato ai processi decisionali dell'impresa; la rilevanza è proporzionale alla sua significatività e all'influenza che essa si dimostra capace di esercitare

---

<sup>16</sup> S. Cavalli, *"il sistema di misurazione delle prestazioni aziendali"*, materiale disponibile on-line, [www.unibg.it](http://www.unibg.it), Università di Bergamo

<sup>17</sup> S. Cavalli, *"il sistema di misurazione delle prestazioni aziendali"*, materiale disponibile on-line, [www.unibg.it](http://www.unibg.it), Università di Bergamo

nell'identificazione dell'alternativa di comportamento<sup>18</sup>. Gli indicatori sono rilevanti se permettono di supportare le cosiddette decisioni critiche; quelle decisioni, che maggiormente incidono sulle performance e se sono in grado di fornire informazioni riguardo all'individuazione delle alternative di scelta.

- Legato al concetto di rilevanza c'è quello di **selettività**. Il controllo deve concentrare l'attenzione su quelle variabili ritenute funzionali al raggiungimento degli obiettivi contrariamente porre l'attenzione su svariate variabile comporterebbe un elevato impiego e dispersione di risorse<sup>19</sup>.

3. **Flessibilità**. Il sistema è flessibile se è in grado di modificarsi in funzione delle mutevoli esigenze legate alla misurazione. Negli attuali contesti produttivi, dominati da un ambiente esterno in continua evoluzione e da condizioni di forte dinamismo, i meccanismi di individuazione dei fattori critici di successo e i parametri di misurazione sono sottoposti a continui cambiamenti anche di breve periodo.

4. **Comprensibilità**. Il sistema è comprensibile se riesce a diffondersi all'interno dell'organizzazione con un linguaggio adeguato alle esigenze degli utenti affinché tutta l'organizzazione comprenda gli obiettivi di performance i risultati prodotti da tutte le attività ed i processi realizzati nell'impresa<sup>20</sup>.

Altre caratteristiche degne di nota sono: la tempestività (capacità di produrre e trasmettere informazioni nei tempi opportuni rispetto ai

---

<sup>18</sup> G. Rossi, *"La comunicazione aziendale"*, FrancoAngeli, Milano, 2009, pagg.175-176.

<sup>19</sup> G. Rossi, *"La comunicazione aziendale"*, FrancoAngeli, Milano, 2009, pagg.175-176.

<sup>20</sup> G. Rossi, *"La comunicazione aziendale"*, FrancoAngeli, Milano, 2009, pag. 177.

processi decisionali), la frequenza (cadenza temporale delle misurazioni), la coerenza organizzativa (stretto riferimento degli indicatori alla struttura organizzativa, ai ruoli, alla ripartizione delle responsabilità).

### 5.2.5 Le misure degli indicatori

Le misure degli indicatori si possono riassumere in:

**Misure di costo.** Un'indicazione sull'efficienza dei processi si può ottenere misurando i costi necessari allo svolgimento delle singole attività e dei processi nel loro complesso; un sistema di controllo soddisfacente per garantire al management una visione di medio lungo periodo è l'Activity-Based Costing (ABC).

**Misure di tempo.** Il fattore tempo assume notevole importanza in quanto visto come fattore di competizione. Il fenomeno aziendale poggia sul tempo e trova nello stesso opportunità e minacce per la propria sopravvivenza<sup>21</sup>. Essendo misurabile il tempo viene preso in considerazione per misurare le performance; in questo senso possiamo individuare i "lead time", cioè i tempi effettivi di esecuzione del processo<sup>22</sup>.

Esempi di lead time sono: i time to market; tasso di introduzione di nuovi prodotti; ed i time to order; tasso di rotazione delle scorte.

---

<sup>21</sup> A. Capocchi, *"La redditività aziendale"*, FrancoAngeli, Milano, 2008, pag. 86.

<sup>22</sup> S. Cavalli, *"il sistema di misurazione delle prestazioni aziendali"*, materiale disponibile on-line, [www.unibg.it](http://www.unibg.it), Università di Bergamo.

**Misure di qualità.** La misurazione della qualità nei processi di esecuzione sono le più variegata e complesse da analizzare. Per meglio comprendere il significato è utile distinguere la **qualità effettiva** dalla **qualità percepita**. La *qualità effettiva* definita come l'insieme delle caratteristiche presenti nel prodotto/servizio alla fine del processo produttivo-distributivo, mentre la *qualità percepita* può essere definita come la conformità dell'offerta rispetto alle aspettative del cliente<sup>23</sup>.

## **5.3 INFORMATIVA SOCIETARIA, CORPORATE GOVERNANCE E PERFORMANCE AZIENDALE**

### **5.3.1 governance ed informativa societaria**

Governare una realtà aziendale, centro di una molteplicità di relazioni, implica non solo assicurare il coordinamento efficace ed efficiente di coloro che operano al suo interno ma richiede anche un'attenta gestione dei rapporti con tutti i soggetti che sono coinvolti nella vita aziendale.

La comunicazione e l'informativa, come ogni altra attività aziendale, va attentamente governata e controllata nei risultati.

Affinché la comunicazione aziendale possa essere governata in modo efficace ed efficiente è necessario che essa sia adeguatamente

---

<sup>23</sup> M. Saita, *"Economia Strategia aziendale"*, Giuffrè, Milano, 2000, pagg. 340-342.

supportata da una strategia che, fissati gli obiettivi, definisca le azioni da intraprendere<sup>24</sup>.

Il contenuto ed il livello di diffusione delle notizie possono contribuire alla formazione delle aspettative degli investitori sulla performance aziendali. In questa direzione si è registrato un aumento dei livelli nella qualità dei sistemi di governo societario delle imprese in quanto è convinzione diffusa che una buona governance contribuisca ad aumentare l'affidabilità, la trasparenza e l'integrità dei fatti aziendali<sup>25</sup>.

È quindi possibile ipotizzare che anche le informazioni relative alla governance possano giocare un ruolo fondamentale nelle scelte di investimento.

In particolare, per quanto riguarda le notizie di governance, il loro impatto può essere spiegato anche alla luce della teoria dell'agenzia<sup>26</sup> e della teoria del costruttivismo sociale<sup>27</sup>. Secondo la prima teoria le notizie di governance avrebbero l'effetto di attenuare l'asimmetria informativa contribuendo ad informare gli investitori sul comportamento dei manager e a rendere noti i possibili problemi legati a meccanismi di controllo con ricadute positive sui relativi costi<sup>28</sup>. Secondo la teoria del costruttivismo sociale l'informativa può contribuire alla legittimazione

---

<sup>24</sup> G. Rossi, *"La comunicazione aziendale"*, FrancoAngeli, Milano, 2009, pag. 196.

<sup>25</sup> A. Carretta, P. Schwizer, *"L'impatto delle notizie di governance sulla performance delle società quotate"*, collana AIDEA Corporate Governance: governo, controllo e struttura finanziaria, Il Mulino, 2009, pag. 447.

<sup>26</sup> M. Jensen, W.H. Meckling, *"Theory of the firm"*, in *Journal of Financial Economics*, III, 4, pagg. 303-360.

<sup>27</sup> J.L. Johnson et All, *"the influence of the financial press on stockholder wealth"*, in *Strategic Management Journal*, XXVI, 5, pagg. 461-471.

<sup>28</sup> M.G. Soana, *"L'impatto delle notizie di governance sulla performance delle società quotate"*, collana AIDEA Corporate Governance: governo, controllo e struttura finanziaria, Il Mulino, 2009, pag. 449.

della governance di una società a seguito di un confronto tra il caso specifico e alcuni standard comunemente ritenuti "buone pratiche di governance"; in tal senso si può riscontrare una correlazione positiva/negativa, delle notizie sulla governance aziendale "governance comunicata" in grado di svolgere un ruolo fondamentale nel processo di selezione degli investimenti<sup>29</sup>.

Gli effetti delle notizie sul comportamento degli investitori dipendono non soltanto dalla valenza ma anche dalla forza espositiva delle notizie stesse<sup>30</sup>.

Esisterebbe dunque una relazione biunivoca tra governance ed informativa societaria relazione che si autoalimenta in quanto una buona governance permette di rilasciare informazioni di buona qualità ed una buona informativa deve essere in grado di far percepire la governance posta in essere<sup>31</sup>.

L'equilibrio delle componenti (informativa e *corporate governance*) trova infatti il suo riferimento nel *consenso* che l'impresa cerca fra tutti gli *stakeholder* e nella *creazione di valore* che l'impresa prepara in particolare per i portatori di interessi azionari<sup>32</sup>.

---

<sup>29</sup> M.G. Soana, "L'impatto delle notizie di governance sulla performance delle società quotate", collana AIDEA Corporate Governance: governo, controllo e struttura finanziaria, Il Mulino, 2009, pag. 449.

<sup>30</sup> M.G. Soana, "L'impatto delle notizie di governance sulla performance delle società quotate", collana AIDEA Corporate Governance: governo, controllo e struttura finanziaria, Il Mulino, 2009, pag. 450.

<sup>31</sup> Taverna, "La relazione tra informativa societaria, corporate governance e performance aziendale", in Atti "Corporate Governance Forum", Verona 19 aprile 2006.

<sup>32</sup> G. Donna, "La creazione di valore nella gestione dell'impresa", Carocci, Roma, 1999. cap. 2.

Riprendendo il concetto di governance integrata (vedi immagine pag. 133) l'informativa nella sua accezione di *compliance* riveste un ruolo fondamentale nella relazione che lega la stessa informativa alla governance<sup>33</sup>.

La governance integrata si articola in:

- un sistema di *compliance*, e quindi di rispetto di norme informative ampliate dal legislatore;
- la percezione del significato della *performance* per tutti i membri della componente aziendale (da chi sta in basso fino al Consiglio di amministrazione);
- la diffusione di *cultura aziendale* nell'impresa e fuori di essa, fra gli *stakeholder*.

La governance societaria che trova la sua massima rappresentazione nell'organo di governo societario deve tenere conto di questi tre aspetti al fine di poter ritrasmettere all'esterno la propria qualità interna cercando di diminuire un eventuale distorsione tra qualità effettiva e qualità percepita dell'informativa societaria.

---

<sup>33</sup> Busco, Frigo, Giovannoni, Riccaboni e Scapens, "*Beyond compliance: an integrated governance framework*", ICAEW, London, 2006, pagg. 1-19.

### 5.3.2 governance e performance

Il passaggio successivo prevede di ricercare l'eventuale correlazione tra buona *governance* e buona *performance*.

Il tema d'altra parte risulta interessante in quanto numerosi studiosi associano ad una buona *governance* la possibilità di ottenere positivi ritorni di tipo finanziario<sup>34</sup>.

L'attenzione è accentrata sulla composizione e sul funzionamento del CdA<sup>35</sup> al fine di valutare fino a che punto esso costituisca un organo di ratifica delle decisioni prese oppure ricopra un ruolo centrale nell'assunzione delle decisioni aziendali<sup>36</sup> in considerazione del fatto che le *public company* sono caratterizzate da un forte potere del management.

È possibile individuare quattro filoni di indagine che costituiscono i grandi temi di studio concernenti le relazioni tra corporate *governance* e performance d'impresa.

I primi tre campi di ricerca sono caratterizzati da studi incentrati sulla relazione tra singoli aspetti della *governance* (assetto proprietario, dimensione, composizione e turnover del consiglio di amministrazione e sistema dei controlli) e le connesse performance aziendali, mentre il quarto e ultimo filone è costituito da studi incentrati sugli effetti della

---

<sup>34</sup> R. Mazzotta. " *La corporate governance e le performance azienda: un'analisi sulle società italiane quotate in borsa*", FrancoAngeli, Milano, 2007

<sup>35</sup> A. Musai, " *La creazione di valore per gli azionisti*", in G. Fabbrini, A. Montone, " *Economia Aziendale*", FrancoAngeli, Milano, 2002 pagg. 485-495.

<sup>36</sup> G. Corbetta, S. Tommaselli, " *I consigli di amministrazione nelle imprese familiari. Una ricerca sul loro ruolo e sul loro funzionamento*", in " *Economia e Management*", 1996, 3, pagg. 25.32.

governance, quale complesso unitario di scelte di governo, ha nelle creazione del valore aziendale<sup>37</sup>.

Il primo tema, relativo agli assetti proprietari, analizza come la presenza di un azionariato diffuso possa determinare un disinteresse se non addirittura l'impossibilità per il proprietario di esercitare un controllo effettivo sulla gestione aziendale generando in tal senso una scissione del diritto residuale di controllo e del diritto di rendimento residuale situazione in cui vengono a crearsi i cosiddetti costi di agenzia<sup>38</sup>. Studi in questo ambito hanno evidenziato, seppur con evidenti semplificazioni e limiti, una tendenza positiva a sostegno della teoria dei costi di agenzia evidenziando come la presenza di un azionista di riferimento riduca la tendenza dei manager a perseguire interessi privati e favorisca creazione di valore<sup>39</sup>.

Numerose sono anche le ricerche che indagano la relazione tra composizione del CdA e performance; vi sono studi che sostengono che all'aumentare delle dimensioni del consiglio si possano presentare nuove prospettive strategiche per l'azienda con vantaggi in termini di performance<sup>40</sup> contrariamente altri studi evidenziano che i vantaggi derivanti dalla maggiore dimensione del CdA siano inferiori agli svantaggi derivanti dalla crescita dei costi dovuti alla maggiori

---

<sup>37</sup> M.Fazzini, S. Terzani, "Sistema di governance e misurazione delle performance", collana AIDEA: La corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale, 2010, pagg. 400-405.

<sup>38</sup> A. Zattoni, "Assetti proprietari e corporate governance", Egea, Milano, 2006, cap 1.

<sup>39</sup> M.Fazzini, S. Terzani, "Sistema di governance e misurazione delle performance", collana AIDEA: La corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale, 2010, pag. 403

<sup>40</sup> D.P. Forbes, F. Milliken, "Cognition and corporate governance understanding boards of directors and strategic decision making group", in *Academy of Management Review*, 1999, 3, pagg. 489-505

complessità organizzative e decisionali dell'organo di governo societario<sup>41</sup>

Altri studi riguardano invece il legame tra turnover dei componenti del CdA e performance aziendali<sup>42</sup> andando ad analizzare le composizioni ottimali del CdA in relazione al numero e all'incidenza dei consiglieri indipendenti rispetto a performance di natura più strettamente contabile<sup>43</sup> o più in generale in termini di creazione di valore<sup>44</sup>.

Ampio spazio è occupato anche da studi e ricerche aventi come oggetto il tema dei controlli interni. La presenza di un valido sistema di controllo facilita la convergenza dei diversi e compositi interessi presenti all'interno dell'azienda; esisterebbe una correlazione positiva tra maggior livello di indipendenza ed esperienza tecnica dei componenti gli organi di controllo interno e creazione del valore<sup>45</sup>.

Il quarto ed ultimo filone di studi si incentra sulla valutazione complessiva della governance e sulle possibili correlazioni tra un valido sistema di governo dell'impresa e buone performance aziendali.

In tal senso si sono sviluppati nel tempo numerosi modelli volti ad individuare indicatori sintetici espressivi della qualità complessiva della governance<sup>46</sup> da impiegare come punto di riferimento per valutare le

---

<sup>41</sup> M. Lipton, J. Lorsh, *"A modest proposal for improved corporate governance"*, in *The Business Lawyer*, 1992, 48, pagg. 59-77.

<sup>42</sup> J. Li, J.R. Harrison, *"National culture and the composition and leadership structure of board directors"*, in *Corporate Governance*, 2008, 16, pagg. 134-144.

<sup>43</sup> S. Bhagat, B. Black, *"the non-correlation between board independence and long term firm performance"*, in *the Journal of Corporation Law*, 2002, 57, pagg. 122-134.

<sup>44</sup> R. Mork, *"Management ownership and market valuation: an empirical analysis"*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, 20, pagg. 293-315.

<sup>45</sup> K.C. Chan, J. Li, *"Auditt committee and firm value"*, in *Corporate Governance*, 2008, 16, pagg. 16-31

<sup>46</sup> Molti di questi indicatori prendono a riferimento informazioni provenienti da database come quelli elaborati dall'Investor Responsabilità Research Center (Irrc) (Gompers,

connesse performance aziendali<sup>47</sup>. Gli studi in questa direzione sembrano evidenziare una correlazione positiva tra qualità della governance e performance in termini di profittabilità e creazione di valore

### **5.3.3 La teoria della dipendenza dalle risorse**

La teoria della dipendenza dalle risorse è mirata ad approfondire il tema delle relazioni esterne che l'azienda instaura con l'ambiente esterno ovvero con i propri fornitori, soggetti indispensabili per l'apporto delle risorse necessarie allo svolgimento dell'attività aziendale<sup>48</sup>.

In una realtà aziendale risulta molto importante, infatti, curare le relazioni che si vengono a creare con i soggetti che forniscono risorse critiche e necessarie alla sopravvivenza dell'azienda stessa.

Uno dei mezzi spesso utilizzato per gestire le dipendenze dall'ambiente esterno è quello che prevede la creazione di legami incrociati, in particolare tra gli amministratori, i cosiddetti amministratori incrociati; i quali una volta cooptati *"saranno*

---

Ishii e Metrick, 2003) o dall'Institutional Shareholders Services (ISS) (Brown e Caylor, 2006).

<sup>47</sup> U. Garay, M. Gonzales, *"Corporate governance and firm value: the case of Venezuela"*, in *Corporate Governance*, 2008, 16, pagg. 3-12.

<sup>48</sup> R.S. Burt, *"Corporate profits and cooptation: Networks of market constraints and directorate ties in the American economy"*, New York Accademy Press, 1983.

*propensi a supportare l'organizzazione, presentarla favorevolmente verso i terzi, fornire aiuto e supporto*"<sup>49</sup>.

Molteplici studi hanno sottolineato l'importanza del contesto ambientale in cui possono venirsi a creare relazioni incrociate tra gli amministratori ed istituzioni finanziarie<sup>50</sup>.

Facendo riferimento poi al particolare contesto istituzionale in cui la teoria della dipendenza dalle risorse viene applicata, la letteratura riscontra un suo migliore adattamento e una sua maggiore applicabilità qualora ci si trovi in un contesto orientato alle relazioni<sup>51</sup> piuttosto che in uno orientato al mercato<sup>52</sup>.

Un contesto orientato alle relazioni, appartenente anche alla nostra realtà nazionale, è contraddistinto da un inadeguato funzionamento dei mercati finanziari; carenza alla quale le società sopperiscono puntando sull'approvvigionamento delle risorse di cui necessitano mediante l'instaurazione di rapporti fiduciari con soggetti terzi per ridurre il costo e l'incertezza dell'acquisizione<sup>53</sup>.

Un interessante studio proposto di recente ha cercato di stabilire se vi sia un qualche legame, in particolare di carattere positivo, tra la

---

<sup>49</sup> J. Pfeffer, G. Salancik, *The external control of organization: A resource dependence perspective*, New York, Harper & Row, 1978.

<sup>50</sup> M.S. Mizuchi, L.B. Stearns, *A longitudinal study of the formation of interlocking directorates*, in *Administrative Science Quarterly*, 33, 1996, pagg. 194-210.

<sup>51</sup> J. Weimer, J.C. Paper, *A taxonomy of system of corporate governance*, in *Corporate Governance: An International Review*, 7, 2, 1999, pagg. 152-166.

<sup>52</sup> M. Faccio, L.H.P. Lang, *The ultimate Ownership of Western European corporation*, in *Journal of Financial Economics*, 65, 3, 2002, pagg. 212-225.

<sup>53</sup> F. Zona, L. Gnam, *Amministratori incrociati e performance d'impresa. Verso un approccio dinamico alla teoria della dipendenza dalla risorse*, in collana AIDEA "Corporate governanc: governo, controllo e struttura finanziaria", il Mulino, Bologna, 2009, pag. 166.

centralità delle relazioni incrociate instaurate da un'impresa e il livello della sua performance<sup>54</sup>.

Le assunzioni di partenza prevedono che si ragioni in un contesto improntato alle relazioni, quindi applicabile alla realtà italiana.

Non a caso, il campione su cui si è lavorato è costituito proprio da società quotate italiane.

Sono tre le ipotesi su cui lo studio è stato strutturato:

1. al livello di performance è associata positivamente una maggiore centralità dell'impresa nel sistema delle relazioni;
2. la performance dell'impresa migliora nel tempo in conseguenza dell'aumento della centralità della stessa rispetto al sistema degli amministratori incrociati;
3. la terza ed ultima ipotesi prevede che, contrariamente alla seconda, la performance di coloro che forniscono risorse (in particolare quelle finanziarie, e quindi parliamo delle banche) peggiori nel tempo con l'aumento del numero degli amministratori incrociati.

Per quanto riguarda la prima ipotesi gli studiosi fanno riferimento, in un determinato lasso temporale, alla variazione tra il numero degli amministratori incrociati rappresentante una sorta di segnale della capacità dell'impresa di gestire le sue dipendenze.

---

<sup>54</sup> F. Zona, L. Gnam, *“Amministratori incrociati e performance d'impresa. Verso un approccio dinamico alla teoria della dipendenza dalla risorse”*, in collana AIDEA *“Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria”*, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 165-175.

La seconda e la terza ipotesi, invece, indagano sui benefici che un'impresa può trarre dall'instaurazione dei legami incrociati e sulle perdite subite invece dalle banche nel fare la stessa cosa.

Quando un'impresa coopta nel suo Cda i membri della banca a cui si rivolge per chiedere dei finanziamenti, mira di fatto ad ottenere condizioni finanziarie più favorevoli e questo rappresenta già in sé un miglioramento della performance a suo favore<sup>55</sup>.

Al contrario, per la banca finanziatrice, le migliori condizioni concesse comportano un peggioramento della sua performance.

Dai risultati ottenuti<sup>56</sup> le ipotesi appaiono confermate.

Sembrerebbe quindi corretto sostenere che il contesto in cui l'azienda opera sia determinante di fronte al legame tra amministratori incrociati e performance aziendali, così come non sarebbe sbagliato considerare queste relazioni incrociate un valido strumento di governo che le imprese possono adottare per migliorare i propri risultati.

Inoltre, l'aumento nella centralità nel network di amministratori durante il tempo è positivamente associato a miglioramenti nelle performance delle imprese.

Al contrario possiamo ritenere la presenza di relazioni incrociate un elemento peggiorativo delle performance bancarie, le quali

---

<sup>55</sup> R.J. Richardson, *"Directorship interlock and corporate profitability"*, in *"Administrative Science Quarterly"*, 32, 1987, pagg. 367-386 e pag. 369.

<sup>56</sup> Lo studio è stato effettuato utilizzando come strumento metodologico la regressione multipla.

comporterebbero un indebolimento della parte potenzialmente più forte (le banche) a vantaggio di quella più debole (le imprese).

## 5.4 Performance e Rating della governance

In relazione a quanto descritto si è ritenuto opportuno inserire nel modello sul Rating della Governance elaborato, che successivamente andremo ad analizzare nello specifico, due domande legate alle operazioni svolte dalla società oggetto di analisi e alle performance.

Le domande sono le seguenti:

La società effettua operazioni significative con parti correlate esterne al perimetro di consolidamento? (le operazioni con parti correlate sono considerate significative se il rapporto tra effetto economico delle operazioni ed il risultato d'esercizio è superiore al 3%)

E' stato recentemente emesso un regolamento Consob che impone alle società che effettuano operazioni con parti correlate superiori al 15% di flussi di cassa, risultato o attivo patrimoniale un iter di approvazione con parere vincolante degli amministratori indipendenti. Pertanto le società che vogliono porre in essere operazioni di dubbia natura economica sulle operazioni con parti correlate, probabilmente saranno sotto la soglia del 15%. Quindi se la società effettua operazioni inferiori al 3%, le operazioni non sono significative. Mentre sopra il 3% potrebbero avere una certa rilevanza

gli indicatori di rischio del mercato sono tutti positivi (Debt/equity < 2,5; ROE > rendimento Btp 5 anni; cash flow gestione operativa positivo

Nel modello è presente il seguente parametro: *a) il debito è < 2 volte il patrimonio netto; b) debito < 4 volte il Reddito Operativo Lordo;* viene attribuito un punteggio positivo quando si verificano entrambe le condizioni. Si sono scelti tali parametri in quanto le società con leva finanziaria elevata hanno una maggiore esposizione al rischio, inoltre anche la Consob considera rischiose le società che hanno un indebitamento finanziario superiore a 5 volte il ROL.

Inoltre si ritiene opportuno monitorare il ROE ed il cash flow in quanto il primo indice misura il rendimento del capitale investito degli azionisti, pertanto un rendimento inferiore al rendimento di un titolo di Stato (free risk) è considerato negativo; mentre il cash flow operativo negativo è il fattore di maggior destabilizzazione dell'impresa, pertanto, se la società non produce cassa, probabilmente non è garantita la continuità aziendale.

Se uno di questi parametri non è soddisfatto, significa che l'equilibrio economico e/o patrimoniale non c'è e gli amministratori potrebbero fare pressioni sul sistema di governance aggirandolo per poter sistemare i risultati.

## 5.5 Performance ed etica

Le teorie e gli studi atti a dimostrare una correlazioni tra etica sociale e performance economiche sono stati molteplici.

Una prima teoria in questa direzione è stata elaborata da Freeman, secondo cui soddisfare le esigenze delle diverse classi di stakeholder favorirebbe un miglioramento delle performance, in quanto questi soggetti sono in grado di influenzare il raggiungimento degli scopi dell'organizzazione<sup>57</sup>.

Successivamente, McWilliams e Siegel hanno ripreso e sviluppato il concetto legato alla domanda di socialità sostenendo che un'adeguata offerta porterà all'equilibrio del mercato ricompensando le imprese degli eventuali costi sostenuti<sup>58</sup>.

Nel tempo si è registrata un'evoluzione del concetto di RSI, spostando l'attenzione dalla correlazione tra performance e pratiche di RSI a comprendere come poter operare per trasformare il soddisfacimento delle istanze degli stakeholder in vantaggio competitivo.

Si è passati ad una visione per cui i bisogni degli stakeholder si sono trasformati in fattori di successo.

Possiamo identificare tre fattori che hanno permesso tale evoluzione:

- Trasformazioni dell'ambiente economico-sociale in cui l'impresa si trova ad operare;

---

<sup>57</sup> R.E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, London, 1984, pag 126.

<sup>58</sup> A. McWilliams, D. Siegel, *Corporate social responsibility: a theory of firm perspective*, *Accademy of Management Review*, 2001, vol. 26, n° 1.

- Soddisfare le esigenze degli stakeholder e riuscire a coinvolgerli nella gestione permette di generare performance migliori;
- Diffusione e conoscenza delle pratiche di RSI.

La responsabilità sociale viene vista come un'opportunità per ridurre i conflitti sociali e per l'impresa non rappresenta un costo irrecuperabile ma una fonte di legittimità sociale, e di conseguenza, di profitto<sup>59</sup>.

È possibile identificare cinque benefici legati all'attività di RSI<sup>60</sup>:

1. incremento dei clienti "sensibili";
2. la loro volontà di pagare prezzi più alti per i prodotti;
3. possibilità per l'impresa di allentare la pressione sociale su se stessa;
4. costruzione di una reputazione favorevole;
5. opportunità di trarre beneficio da un comportamento responsabile imputabile al fatto che gli stessi azionisti traggono benefici conservando le azioni della società.

Per realizzare una migliore correlazione tra responsabilità sociale d'impresa e performance economiche è importante inserirle in una visione sistemica in cui ogni ordine di risultato è funzionale al conseguimento degli altri.

---

<sup>59</sup> A. Della Porta, *“Responsabilità e performance sociale d'impresa. La prospettiva del Corporate Social Performance Model”*, Aracne, Roma, 2006, pagg. 17-42.

<sup>60</sup> D.P. Baron, *“A positive theory of moral management, social pressure and corporate social performance”*, Research Paper Series, Stanford Graduate School of Business, 2006

In tal senso riportiamo il pensiero di Zamagni, economista contemporaneo, secondo il quale: *“la catena del valore economico e la catena del valore sociale non necessariamente coincidono. Le imprese che non investono in asset immateriali come la reputazione, la congruenza dei comportamenti al codice etico d’impresa, il prestigio sociale, vengono pesantemente sanzionate dal mercato: vendono meno, perdono più facilmente i loro migliori cervelli, i loro finanziatori pretendono un premio ad hoc nell’erogazione dei prestiti e così via...”*<sup>61</sup>.

---

<sup>61</sup> G. Rusconi, M. Dorigatti, *La responsabilità sociale d’impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2004, pagg. 222-223.

# METODOLOGIA

## **introduzione**

L'espressione "metodologia" denota una molteplicità di cognizioni tratte da discipline che vanno dalla statistica alla logica, dall'epistemologia alle tecniche di ricerca.

Ne consegue che la metodologia viene identificata a volte nelle tecniche di ricerca altre in qualche disciplina ausiliaria, per finire nella "pratica", cioè nel buon senso scientifico, col rischio di determinare una mancanza di identità disciplinare.

La specificità della disciplina è individuata nei sistemi e nelle procedure di ricerca che lo stesso ricercatore interpreta e adatta alle operazioni concrete della sua indagine.

## 6.1 DEFINIZIONE DI METODOLOGIA

Risulta molto complesso riuscire a dare una definizione completa di metodologia in quanto il significato di un'espressione, come ci ricorda Alessandro Bruschi, intrattiene sempre rapporti impliciti con i contesti in cui viene utilizzata, sottintendendo alcuni aspetti del suo significato<sup>1</sup>.

Il problema non è cosa sia la metodologia ma cosa è opportuno che sia o non sia.

L'espressione ha origine dal greco ed è una parola composta da *meta* e *hodos* significa la strada che si percorre, la direzione a una meta.

Nel suo significato comune per metodologia si intende lo studio del metodo , inteso come insieme di regole o principi che consentono di ordinare, sistemare, accrescere le nostre conoscenze, o di tecniche di ricerca proprie di un determinato campo del sapere<sup>2</sup> e ancora lo studio dei principi e delle regole che permettono il conseguimento e lo sviluppo delle conoscenze in una determinata disciplina<sup>3</sup>.

Il significato di metodologia si forma da un lungo percorso che trova origine fin dai tempi di Socrate e Aristotele per proseguire, nel Rinascimento e soprattutto nel Seicento, con Cartesio, Newton e

---

<sup>1</sup> Alessandro Bruschi, *"La competenza metodologica"*, NIS 1996, pag 27

<sup>2</sup> Voce Metodologia, Il Nuovo Zingarelli, Zanichelli Bologna 1996

<sup>3</sup> Voce Metodologia, Garzanti dizionario on-line

Pascal con l'intento di individuare un'"arte" o meglio un metodo di ricerca.

Nella sua definizione attuale è sempre possibile rinvenire una dimensione operativa del termine quale attività organizzata per il raggiungimento di un fine e nello stesso tempo di regola con cui organizzare tale attività.

Sintetizzando è possibile dire che: il metodo è seguire delle regole per raggiungere un qualche scopo e la metodologia è il suo studio<sup>4</sup>.

Ne consegue che se consideriamo la scienza non solo oggetto di osservazione ma soprattutto attività di produzione è possibile definire la ricerca quale campo applicativo della metodologia e di conseguenza che la metodologia è una disciplina attinente alla produzione del linguaggio scientifico<sup>5</sup>.

## **6.2 RAZIONALITA' E METODOLOGIA**

### **6.2.1 la razionalità scientifica**

La ragione scientifica si realizza per mezzo del ragionamento quale insieme di operazioni linguistiche della mente che giustificano una scelta in base a motivi prevalentemente oggettivi, cioè validi a prescindere da chi li pone in essere<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Alessandro Bruschi, *"La competenza metodologica"*, NIS, Roma,, 1996, pag 28

<sup>5</sup> Alessandro Bruschi, *"La competenza metodologica"*, NIS, Roma, 1996, pag 32

<sup>6</sup> G. Statera, *"Logica dell'indagine scientifico-sociale"*, F. Angeli, 1993, cap. I.

Ponendo l'attenzione sul ragionamento il problema da analizzare diviene quello della logica in esso utilizzata.

Distinguendo tra logica pura, basata unicamente tra il rapporto tra premesse e conclusioni, e logica applicata nella quale le premesse devono essere effettivamente vere, è possibile individuare il ragionamento scientifico nel ragionamento di logica applicata.

In tale ragionamento non basta che gli argomenti deduttivi siano validi; per essere "buoni" argomenti devono essere "fondati" ed avere premesse non contraddittorie ed accettabili<sup>7</sup>.

### **6.2.2 una razionalità limitata e relativa**

La conoscenza scientifica non è una conoscenza assoluta o utilizzando le parole di Simon "olimpica"<sup>8</sup>.

La razionalità è *limitata* in quanto le informazioni in nostro possesso sono parziali e non sono in grado di assicurare una verità assoluta; per quanto imperfetta è però quella maggiormente utilizzata dall'uomo in quanto riesce a garantire l'affidabilità dei suoi risultati<sup>9</sup>.

La razionalità scientifica è anche *relativa* in quanto funzione del tempo. La sua scientificità va giudicata in relazione alla sua conformità con i principi generali della razionalità scientifica, non il grado di razionalità a cui è pervenuta.

---

<sup>7</sup> Alessandro Bruschi, "La competenza metodologica", NIS, Roma, 1996, pag 38

<sup>8</sup> H. Simon, "La ragione nelle vicende umane", Il Mulino, Bologna 1984

<sup>9</sup> Kuhn, "Notes on Lakatos", in R.C. Buck, R.S. Cohen, eds., PSA 1970, Boston Studies in the Philosophy of Science, vol III, Reidel, Dordrecht 1971, pag 144

Più in generale è possibile affermare che la soluzione dei problemi si dice scientifica nella misura in cui è effettuata con la massima razionalità possibile in relazione all'intervallo di tempo considerato; non lo è quando non utilizza al massimo le risorse di razionalità che ha a disposizione<sup>10</sup>

### **6.2.3 validità e verità**

Una ricerca si dice valida quando è l'interpretazione di un argomento valido<sup>11</sup>.

L'argomento valido richiede innanzitutto premesse almeno plausibili ed in secondo luogo la validità riguarda la qualità ed il rispetto delle regole inferenziali utilizzate nelle operazioni di ricerca.

Il significato di verità è piuttosto complesso e controverso ed è riconducibile ad una proprietà degli enunciati.

La razionalità scientifica dovrebbe far escludere alcuni errori possibili; in questo senso, l'ottica della ricerca scientifica non è quella di avvicinarci alla realtà ma di allontanarci dall'errore.

Il criterio di verità è argomentativo non semantico: vero è ciò che si basa su argomentazioni fondate<sup>12</sup>.

La scienza può garantire l'eliminazione di alcuni errori ma non la verità semantica dei propri risultati; nella ricerca il risultato "vero" coincide con quello valido.

---

<sup>10</sup> Alessandro Bruschi, *"La competenza metodologica"*, NIS, Roma, 1996, pag 43

<sup>11</sup> K.P. Bailey, *"Metodi della ricerca Sociale"*, Il Mulino, Bologna, 1991, pag 87

<sup>12</sup> Alessandro Bruschi, *"La competenza metodologica"*, NIS, Roma, 1996, pag 44

## 6.2.4 la razionalità metodologica

La scienza è stata a lungo definita dal suo metodo.

Scienza, metodo e razionalità erano espressioni considerate un tempo equivalenti per la maggior parte dei loro aspetti; questo modello di razionalità è stato definito da Perelman come cartesiano<sup>13</sup>

Il modello presenta le seguenti caratteristiche:

- a) è una razionalità basata su un metodo unico;
- b) esclusivamente "logico", cioè privo di elementi psicologici e culturali;
- c) euristico ed epistemico (comprende sia il contesto della scoperta che quello della giustificazione);
- d) "dimostrativo", cioè da risposte certe, in ogni caso, del tutto affidabili<sup>14</sup>.

Il modello si è modificato nel corso del tempo e nel tempo il contesto della scoperta è stato separato da quello della giustificazione.

La storia evidenzia che quasi ogni regola metodologica ammette violazioni e proprio in base ad esse è stato possibile raggiungere notevoli risultati scientifici<sup>15</sup>.

Queste regole attengono alle procedure osservative, esplicative, a specifiche tecniche di analisi, di misurazione ecc. ; sono di

---

<sup>13</sup> Perelman, Olbrechts-Tyteca, *"Trattato dell'argomentazione"*, Einaudi, Torino 1976, cit. soprattutto parte prima.

<sup>14</sup> Cartesio, *"Regulae ad directionem ingenii"*, 1628, regola quarta

<sup>15</sup> V. Ronchi, *"Processo alla scienza"*, in *"Atti della fondazione G. Ronchi"*, XXXIII;6, 1978.

generalità, complessità e di diversa natura e vanno scelte ed applicate nel disegno della ricerca. Non esiste un sistema esperto che produca automaticamente (l'applicazione del metodo) enunciati veri ma esiste una pluralità di regole il cui uso da luogo a risultati fallibili. Alla pluralità delle regole (dei metodi) si accompagna la discutibilità dei risultati<sup>16</sup>.

Di conseguenza disattendere una regola non è più, di per se, un'operazione antimetodologica e quindi irrazionale.

Inoltre, la concezione cartesiana del metodo si caratterizza per la sua esclusività o "oggettività operativa" in quanto non tiene conto di fattori che non sono riconducibili all'evidenza teorica o empirica né tanto meno alle inferenze utilizzate che non sono semplicemente deduttive o induttive.

Il ragionamento scientifico si distingue dagli altri ragionamenti soprattutto perché deduttivo e induttivo legato all'evidenza empirica o teorica e si caratterizza inoltre per il vincolo empirico, il rigore logico, la cura e la precisione con cui vengono trattate le sue operazioni.

Il ciclo conoscitivo definisce il percorso per pervenire alla conoscenza di un determinato argomento. Definire il percorso da intraprendere non è di facile determinazione in quanto la sua definizione dipende anche da che cosa si intende in generale per conoscenza.

---

<sup>16</sup> Alessandro Bruschi, *"La competenza metodologica"*, NIS, Roma, 1996, pag 47

Analizziamo nello specifico i due metodi, quello induttivo e quello deduttivo.

## **Il metodo induttivo**

Il **ciclo conoscitivo induttivo** descrive il percorso seguito per arrivare alla stesura di una legge scientifica a partire dall'osservazione di un fenomeno. Si articola nei seguenti passi, ripetuti ciclicamente:

- Osservazione
- Esperimento
- Correlazione fra le misure
- Definizione di un modello fisico
- Elaborazione di un modello matematico
- Formalizzazione della teoria

## **Il metodo deduttivo**

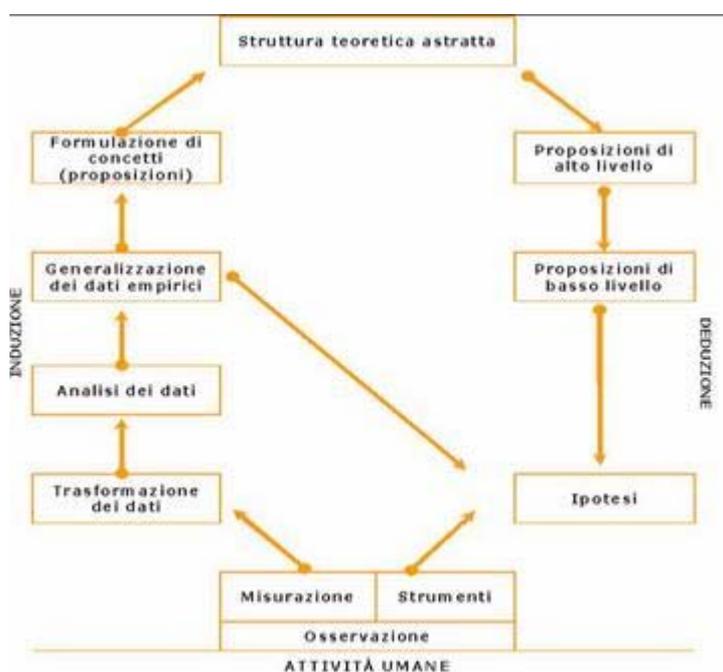
Nel metodo deduttivo non è l'osservazione a spronare la scienza, bensì il sorgere di problemi e il tentativo costante di eliminare gli errori.

Detto in maniera sintetica, l'induzione non ha consistenza logica perché non si può formulare una legge universale sulla base di singoli casi.

Nel tempo si è pertanto giunti a definire una nuova razionalità metodologica nella quale non viene più teorizzato un Metodo unico ed esclusivo cui ridurre tutta l'attività scientifica e mediante cui definirla, ma i metodi restano la parte qualificate la ricerca scientifica<sup>17</sup>.

FIG. 1

Fonte: progetto "Campus Virtuale" dell'Università degli Studi di Napoli Federico II"



<sup>17</sup> Alessandro Bruschi, "La competenza metodologica", NIS, Roma, 1996, pag 50

## 6.3 GLI STRUMENTI DELLA SPERIMENTAZIONE

Nell'ambito della ricerca la discussione sulla metodologia rappresenta da tempo un tema complesso oggetto di varie discussioni. Si sono creati due tipi di approcci, quello fenomenologico e quello sperimentale che diventano due metodi essenziali all'interno di questo campo<sup>18</sup>. Il campo sperimentale è orientato a tradurre un'ipotesi scientifica in esperimento per poterla confermare mentre il metodo fenomenologico consiste nella descrizione dei fatti e nella loro riproduzione esattamente così come essi si manifestano. Le tipologie di ricerca si dividono in due categorie, *qualitativa* e *quantitativa* che fanno la loro comparsa con la nascita della ricerca educativa alla fine del XIX secolo<sup>19</sup>.

### 6.3.1 ricerche quantitative e qualitative

Particolarmente utilizzata e spesso oggetto di dibattito è la distinzione tra ricerche quantitative e qualitative ed il loro impiego.

Il dibattito tra qualità e quantità gira intorno alle reciproche accuse che i due filoni si fanno; i sostenitori dei metodi qualitativi pensano che gli altri non facciano una ricerca valida perché non si collocano

---

<sup>18</sup> Cipolla.C e De Lillo, *Il sociologo e le sirene. La sfida dei metodi qualitativi*, FrancoAngeli, Milano, 1996, pagg 11-17.

<sup>19</sup> Università degli studi di Torino, *Il dibattito qualitativo-quantitativo nella ricerca educativa, corsi, materiali didattici in rete*, 21 Marzo 2000

dalla parte del soggetto e ovviamente, chi è dalla parte della quantità afferma che i sistemi adottati dagli altri non siano attendibili e dunque non scientifici<sup>20</sup>.

In generale i metodi e la ricerca sono detti standard (quantitativi) quando consistono in tecniche comunemente e normalmente impiegate dalla comunità scientifica; mentre vengono indicati come non standard (qualitativi) quando le tecnologie di riferimento sono raramente utilizzate o a esse è interessata solo una minoranza di ricercatori<sup>21</sup>. In questo senso l'individuazione di un metodo rispetto ad un altro è relativa ad ambiti temporali e alle comunità scientifiche di riferimento.

Tornando alla dicotomia tra ricerche quantitative e qualitative e restando sul piano del metodo il criterio che ci permette di individuare una distinzione tra le due metodologie fa riferimento alle operazioni sintattiche in esse ricomprese. Avremo un metodo quantitativo a seconda che si utilizzino algoritmi numerici, oppure logici o grammaticali nel caso di metodi qualitativi. Sulla base di tale criterio è possibile collocare da un lato la ricerca sperimentale e statistica (quantitative) dall'altro tutte le restanti (qualitative)<sup>22</sup>.

Quantitativa diviene la metodologia basata su collezioni di dati omogenei raccolti ad esempio attraverso interviste standardizzate;

---

<sup>20</sup> G. Delli Zotti, "Quale quantità e quanta qualità nella ricerca sociale: tra integrazione e convergenza", in "Il sociologo e le sirene. La sfida dei metodi qualitativi", FrancoAngeli, Milano, 1996, pag 138

<sup>21</sup> Alessandro Bruschi, "La competenza metodologica", NIS, Roma, 1996, pag. 120

<sup>22</sup> Alessandro Bruschi, "La competenza metodologica", NIS, Roma, 1996, pag. 120

qualitativa la metodologia che utilizza altri tipi di informazioni quali osservazioni o interviste non standardizzate.

L'aspetto più criticato dei metodi quantitativi riguarda la rappresentatività di ciò che viene scoperto, perciò è opportuno far riferimento ad un campione più ampio; a loro favore hanno la possibilità di replicare le loro strategie e quindi possono più facilmente dare spiegazioni alla scoperta.

Non mancano critiche anche rispetto al metodo qualitativo a riguardo lo studioso F. Leonardi sostiene che il giudizio tra più aspetti qualitativi può dare origine solo ad un confronto che evidenzi la loro similarità o la diversità. Perciò un ricercatore qualitativo che, a suo avviso, voglia fare dei ragionamenti scientifici deve avvalersi di aspetti quantitativi<sup>23</sup>. Dunque non si può parlare di vera opposizione tra i due metodi perché, qualora essa esistesse, i concetti qualitativi sarebbero inutili per il raggiungimento di obiettivi cognitivi.

La possibilità di integrazione che permetta di trarre vantaggio dalle due strategie è la creazione di un unico metodo scientifico<sup>24</sup>; Shaffir e Stebbins individuano degli intrecci tra metodologie quantitative e qualitative che loro stessi raggruppano in tre tipologie:

---

<sup>23</sup> Cipolla.C e De Lillo, *"Il sociologo e le sirene. La sfida dei metodi qualitativi"*, FrancoAngeli, Milano, 1996, pag. 183

<sup>24</sup> G. Delli Zotti, *"Quale quantità e quanta qualità nella ricerca sociale: tra integrazione e convergenza"*, in *"Il sociologo e le sirene. La sfida dei metodi qualitativi"*, FrancoAngeli, Milano, 1996, pag. 141

- il primo nell'ambito della descrizione esplorativa;
- il secondo nella prima formulazione e successiva verifica delle ipotesi che si lega ad una prima individuazione dei concetti;
- il terzo intreccio in cui il qualitativo e il quantitativo si incontrano nella verifica delle ipotesi.

I metodi qualitativi non devono essere criticati di essere poco rigorosi e i quantitativi vengono troppo spesso considerati come esponenti di una retorica dell'oggettività<sup>25</sup>. Per tale motivo secondo Campelli<sup>26</sup> non vi è una netta distinzione tra quantitativo e qualitativo ciò che invece distanzia i due paradigmi è quello inerente al coinvolgimento del ricercatore. La sua figura è centrale nella scelta dell'andamento della ricerca poiché è chiamato a condizionare i risultati che ottiene in quanto appartenente ad una comunità scientifica<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> Hammersley, rivista *Sociology*, *On Feminist Methodology*, 1992

<sup>26</sup> Campelli E, *Metodi qualitativi e teoria sociale*, in Cipolla. C e De Lillo in *Il sociologo e le sirene. La sfida dei metodi qualitativi*, FrancoAngeli, Milano, 1996, pag. 30

<sup>27</sup> Campelli E, *Metodi qualitativi e teoria sociale*, in Cipolla.C e De Lillo in *Il sociologo e le sirene. La sfida dei metodi qualitativi*, FrancoAngeli, Milano, 1996, pag. 56

## 6.4 IL METODO SCIENTIFICO NELL'ECONOMIA AZIENDALE

Il metodo scientifico, secondo Gino Zappa riveste un ruolo fondamentale nella disciplina dell'Economia Aziendale; l'autore sottolinea come "di metodi convien discutere se con probità si riconosce l'autorità dei fatti" "informa la scienza il metodo, fa il metodo progredire la scienza"; "coloro che disdegnano le considerazioni metodologiche, troppe vie, troppe indefinite possibilità di ricerca si precludono"<sup>28</sup>

La scienza economico-aziendale è metodo: "noi sentiamo che, pur nelle discipline di applicazione, la scienza, più che un sistema di risultati, è un'armonica associazione di metodi. I risultati raggiunti non sono che pietre miliari segnanti il cammino del vero: sola attitudine scientifica è quella dell'indagatore che sempre è atto a completare o ad abbattere le costruzioni già erette"<sup>29</sup>.

Analizzando le parole utilizzate da Zappa è possibile sottolineare come lo stesso autore attribuisca all'Economia aziendale una dinamica evolutiva indirizzata alla ricerca del nuovo anche se questo a volte comporta rimettere in discussione concetti già definiti, consolidati e riconosciuti dalla comunità scientifica.

---

<sup>28</sup> Zappa, Gino (1927), "Tendenze nuove negli studi di ragioneria", Annuario del r. Istituto Superiore di Scienze Economiche e Commerciali di Venezia per gli Anni Accademici 1925-26 e 1926-27, pag. 11, 12.

<sup>29</sup> Zappa, Gino (1927), "Tendenze nuove negli studi di ragioneria", Annuario dell'Istituto Superiore di Scienze Economiche e Commerciali di Venezia per gli Anni Accademici 1925-26 e 1926-27, pag. 13.

Zappa riconosce nel duro lavoro dei suoi collaboratori i successi della sua ricerca "in salda comunione di pensieri mi prestano la fervida loro opera"<sup>30</sup> intravedendo nell'opera dei ricercatori ed al loro continuo confronto la chiave al progresso scientifico.

Da un punto di vista metodologico, Zappa avverte la necessità di utilizzare un metodo che gli permette di avvicinarsi alla concreta vita aziendale attraverso l'osservazione dei fatti "le teorie hanno dei doveri verso i fatti, mentre i fatti non hanno che dei diritti verso le teorie"<sup>31</sup>.

L'autore non si limita però ad una semplice narrazione dei fatti stessi ma li sottopone ad indagine empirica in quanto "solo una conoscenza non superficiale, solo una pratica acuta di adatti metodi di indagine può risvegliare nei giovani il gusto della ricerca"<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> Zappa Gino, "Tendenze nuove negli studi di ragioneria", 1927, Annuario del r. Istituto Superiore di Scienze Economiche e Commerciali di Venezia per gli Anni Accademici 1925-26 e 1926-27, pag. 8

<sup>31</sup> Zappa Gino, *Il Reddito di Impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, 1937, Milano pag. 3

<sup>32</sup> Zappa Gino, "Tendenze nuove negli studi di ragioneria", 1927, Annuario del r. Istituto Superiore di Scienze Economiche e Commerciali di Venezia per gli Anni Accademici 1925-26 e 1926-27, pag. 13

# I MODELLI

## 7.1 DESCRIVERE

La descrizione è strettamente correlata all'attività di osservazione; come l'osservare non è una passiva operazione di registrazione della realtà così anche l'azione del descrivere non è pura riproduzione del reale<sup>1</sup>.

Per descrivere un oggetto, una situazione, si possono accumulare informazioni e aggiungere particolari elencare fatti o azioni, ma questi non devono rimanere tra loro slegati.

Di uno stesso oggetto si possono aver tante descrizioni ognuna delle quali può perdere qualcosa e perdere altro.

Non si può osservare senza sapere cosa cercare nella realtà allo stesso modo non si saprà descrivere qualcosa che non sia entrato nell'universo di interesse di chi osserva<sup>2</sup>.

Una descrizione è sempre in qualche misura una schematizzazione della realtà e di conseguenza ne è anche una sua interpretazione. Per tale motivo risulta importante il fine ultimo o lo scopo per il quale si procede alla descrizione di un oggetto, di una situazione ecc..

Lo scopo determina il grado di adeguatezza di una descrizione, la scelta della modalità espressiva, degli strumenti e tecniche utilizzate che

---

<sup>1</sup> R. Manara, *"La matematica e la realtà"*, Marietti, 2002, pag. 51.

<sup>2</sup> R. Manara, *"La matematica e la realtà"*, Marietti, 2002, pag. 51.

meglio riproducono le caratteristiche dell'oggetto rispetto l'intento di colui che descrive<sup>3</sup>.

### 7.1.1 descrizione scientifica

Anche in campo scientifico ci imbattiamo nel termine "descrizione".

La scelta di un tipo di rappresentazione rispetto a un altro è legata allo scopo che si desidera ottenere per tale motivo risulta basilare chiedersi quale fine persegue una descrizione di carattere scientifico.

Una descrizione di carattere scientifico è, forse, tale per un'insieme di qualità: riguarda oggetti sottoposti ad indagine di tipo scientifico, sceglie forme e strumenti espressivi in cui prevale la funzionalità allo scopo e soprattutto mira a comunicare il proprio contenuto in modo *intersoggettivo e privo di ambiguità*, riguardante la struttura di un fenomeno o un oggetto della natura o addirittura una dimostrazione matematica<sup>4</sup>.

Quando produce un resoconto scientifico uno scienziato ha selezionato il punto di vista da cui indagare l'oggetto che gli interessa e decide quale mezzo espressivo preferisce. Utilizzare tali scelte gli permettono di evidenziare gli elementi universali, fondamentali, e renderli comprensibili e comunicabili.

---

<sup>3</sup> R. Manara, "La matematica e la realtà", Marietti, 2002, pag. 53

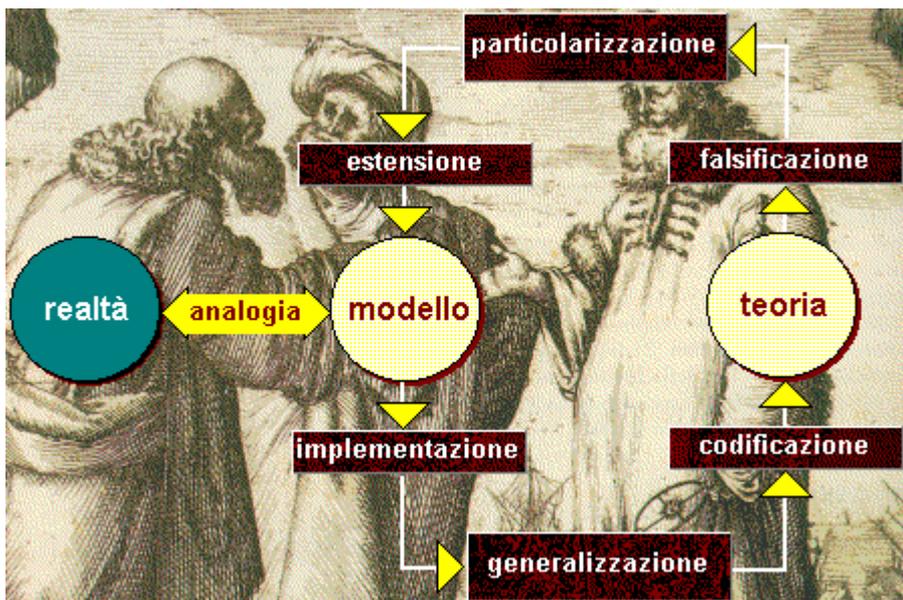
<sup>4</sup> R. Manara, "La matematica e la realtà", Marietti, 2002, pag. 54

Gli strumenti comunicativi scelti per una descrizione scientifica sono molteplici; tra i più utilizzati si hanno forme di rappresentazioni quali simboli, formule, schemi, immagini ecc.

### 7.1.2 la descrizione come rappresentazione in matematica

Dal punto di vista delle scienze la descrizione-rappresentazione è una *funzione del pensiero* in quanto esso trasferisce i dati della realtà in forme e linguaggi diversi da quelli con cui si rappresentano per poter eseguire su di essi quelle manipolazioni (deduzioni, verifiche, ecc) che consentono di comprendere aspetti nuovi del reale (fig. 1).

FIG. 1 Legame tra realtà e teoria



Fonte: materiale on line università Cà Foscari Venezia

Rappresentare è così un'azione fondamentale per la conoscenza soprattutto quando nell'indagine non si può operare direttamente sulla realtà<sup>5</sup>.

Uno scienziato opera su opportune rappresentazioni del reale in modo tale da evidenziarne certi aspetti rispetto altri che può decidere di tralasciare in quanto irrilevanti per il fine ultimo.

Per tale motivo in ogni ambito scientifico si faranno opportune scelte utilizzando strumenti propri e strumenti comuni con altri ambiti indirizzati al proprio interesse.

Da un punto di vista operativo gli aspetti più decisivi della descrizione scientifica sono la ricerca della non ambiguità e ancor di più che vi sia *omomorfismo* tra realtà e rappresentazione. Per omomorfismo si intende l'effettiva corrispondenza tra deduzioni operate sulla rappresentazione e caratteristiche della realtà.

La nozione di omomorfismo si applica anzitutto alla funzione che fa passare dalla realtà alla rappresentazione. La rappresentazione infatti non può essere operatoria se non riflette la realtà in modo pertinente ed omomorfo<sup>6</sup>.

Questo concetto rimanda all'idea di *Modello*.

---

<sup>5</sup> R. Manara, "La matematica e la realtà", Marietti, 2002, pag. 56.

<sup>6</sup> G. Vergnaud, "il bambino, la matematica, la realtà", Armando, Roma, 1994 pag. 217 ss.

## 7.2 I MODELLI

### 7.2.1 cenni storici

La nozione di modello risale al sec. VI a.C. quando Pitagora tentò di definire la struttura dell'universo attraverso l'analisi di numeri che rappresentavano i corpi celesti: era un primitivo tentativo di costruire un modello matematico della realtà fisica. Nel Seicento, attraverso il pensiero di Galileo e Newton, sembrò che un insieme di formule e di equazioni potessero spiegare la dinamica di tutti i corpi e quindi dell'universo intero.

Solo nell'800, con lo sviluppo del calcolo differenziale e infinitesimale, fu possibile rappresentare molti processi dinamici in termini di equazioni differenziali e integrali, e l'uso di modelli matematici si rivelò un potente strumento di indagine scientifica. Infine, l'uso crescente e generalizzato dei calcolatori in questo secolo ha dato un forte impulso alla modellistica matematica, favorendo l'implementazione di algoritmi sempre più sofisticati ed evoluti e permettendo la risoluzione di problemi sempre più complessi<sup>7</sup>.

I modelli matematici riguardano diverse discipline, da quelle considerate più quantitative come la fisica e la chimica a quelle che, come la biologia e l'ecologia, hanno conosciuto uno sviluppo più recente, anche a causa della loro maggiore complessità. Più recente ancora è l'uso

---

<sup>7</sup> D Decoursey, "Developing models with more detail: do more algorithms give more thruth?", *Weed Tecnology* 6, 1992, pagg. 709-715.

sistematico di modelli matematici in settori che coinvolgono decisioni da parte dell'uomo, quali l'economia e la finanza.

Mediante i modelli è possibile riprodurre il comportamento qualitativo di un fenomeno oggetto di interesse e di osservazione, attraverso la traduzione nel linguaggio matematico di ipotesi e di leggi di funzionamento<sup>8</sup>.

L'utilità della matematica è un tratto caratterizzante dell'indagine scientifica sul mondo; anzi si identifica con essa.

Attualmente le descrizioni scientifiche del mondo non sono niente di più e niente di meno che descrizioni matematiche.

Di seguito alcuni esempi rappresentativi dell'uso di formule matematiche:

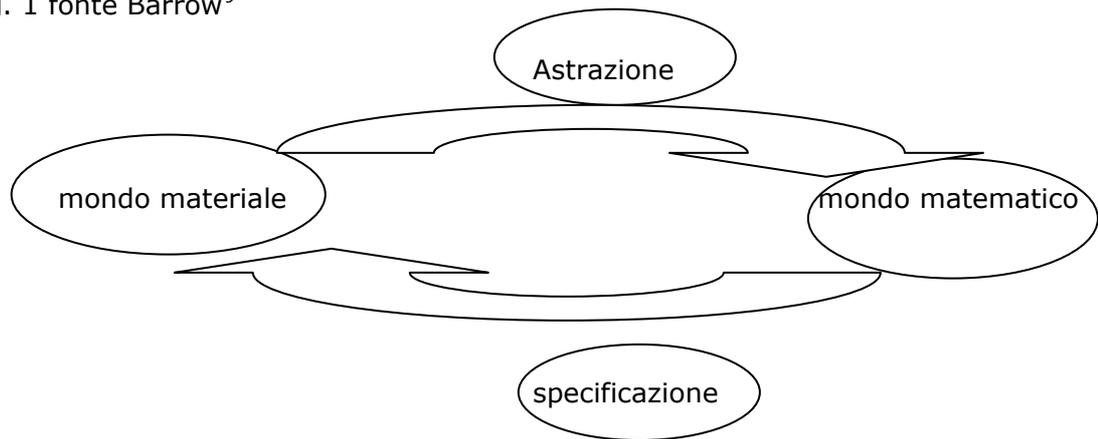
Keplerio nella teoria di Apollonio, l'utilizzo di Eistein delle geometrie non euclidee e teoria matematica dei tensori nello sviluppo della teoria della relatività ed ancora Newton motivato dal desiderio di descrivere un corpo in movimento.

Questi esempi, tra i tanti, confermano lo stretto rapporto tra matematica e funzionamento del mondo naturale.

---

<sup>8</sup> Giorgio Israel, *Modelli Matematici* - Le Scienze - Quaderni, n. 81.

Fig. 1 fonte Barrow<sup>9</sup>



### 7.2.2 definizione di modello

I modelli, nella comunità scientifica, rappresentano la simbolizzazione di sofisticate elaborazioni mentali, sono immagine riassuntive di ipotesi e teorie<sup>10</sup>.

Secondo l'autorevole definizione dello scienziato John von Neumann "per modello s'intende un costrutto matematico che, con l'aggiunta di certe interpretazioni verbali, descrive dei fenomeni osservati. La giustificazione di un siffatto costrutto matematico è soltanto e precisamente che ci si aspetta che funzioni- cioè descriva correttamente i fenomeni in un'area ragionevolmente ampia. Inoltre esso deve soddisfare certi criteri estetici – cioè, in relazione con la quantità di descrizione che fornisce, deve essere piuttosto semplice"<sup>11</sup>

Un modello è una rappresentazione di un oggetto o di un fenomeno reale corrispondente alla cosa modellata, per il fatto di riprodurre

<sup>9</sup> Barrow, "perché il mondo è matematico", Gius Laterza e Figli, 1992.

<sup>10</sup> Vedi voce Modelli nelle Scienze, Treccani on-line

<sup>11</sup> G. Israel, "Modelli matematici. Introduzione alla matematica applicata, edizioni GEM, 2009, pag. 7

alcune caratteristiche , alla luce di precisi riscontri ottenuti a partire da un metodo (cap. 6).

### **7.2.3 i modelli matematici**

La traduzione del problema in esame in una forma astratta , che consenta di coglierne l'essenza e di evidenziarne le correlazioni esistenti tra le varie parti, avviene grazie alla definizione di un modello matematico, il quale altro non è che una rappresentazione astratta del fenomeno reale esaminato mediante equazioni e simboli matematici<sup>12</sup>.

Nella costruzione di un modello vi sono due aspetti da considerare<sup>13</sup>: in primis, la costruzione di un modello matematico per un fenomeno reale comporta la traduzione in formule matematiche di idee e conoscenze relative al fenomeno stesso, cioè entrano in gioco le ipotesi, le osservazioni sperimentali e le conoscenze del fenomeno da parte di colui che lo realizza.

In secondo luogo la costruzione di un modello richiede inevitabilmente alcune ipotesi semplificatrici ed approssimazioni affinché esso sia poi trattabile e risolvibile.

Per giudicare la validità del modello se ne testa la capacità di predire conseguenze di azioni alternative in modo chiaro da consentire una valida scelta della decisione finale. Inoltre dovrebbe consentire

---

<sup>12</sup> R. D'ercole, S. Stefani, *"Modelli matematici per le decisioni aziendali"*, Esculapio, Bologna, 2008, pag. 5

<sup>13</sup> E. Malinvaud, *"Methods statistiques de l'économetrie"*, Dunod, Paris, 1964.

un'analisi ex-post ovvero se i dati (input) sono già noti la soluzione del modello dovrebbe essere un risultato già accaduto nella realtà<sup>14</sup>.

## 7.3 INTRODUZIONE AI MODELLI MATEMATICI DESCRITTIVI IN STATISTICA

I parametri su cui si basano i modelli (siano essi empirici o più o meno meccanicistici) dovrebbero essere noti a priori, in base alle conoscenze precedenti sul fenomeno in studio. I modelli statistici (anche detti descrittivi) invece vengono definiti a posteriori, sulla base dei dati sperimentali osservati nel corso di un esperimento<sup>15</sup>. Le osservazioni sperimentali vengono descritte tramite una funzione matematica del tipo:

$$E(Y) = f(X; \delta)$$

con la quale si intende appunto che il valore atteso dei dati (Y) dipende da una o più variabili indipendenti (X), tramite una determinata funzione  $f$ , la cui forma algebrica è definita da uno o più parametri  $\theta$ .

In genere, il modello non riesce a spiegare completamente le osservazioni e rimane quindi un certo residuo  $\varepsilon$ , che costituisce il cosiddetto errore sperimentale:

$$E(Y) = f(X; \delta) + \varepsilon$$

---

<sup>14</sup> R. D'ercole, S. Stefani, "Modelli matematici per le decisioni aziendali", Esculapio, Bologna, 2008, pag. 6.

<sup>15</sup> A. Onofri, Università degli Studi di Perugia materiale on-line "I modelli matematici statistici nella sperimentazione biologica".

Essendo in genere noto  $Y$ , che coincide con le variabili rilevate, l'analisi dei dati consiste nei seguenti passaggi <sup>16</sup>:

1. Scelta di  $X$ , cioè delle cosiddette variabili esplicative. Queste possono essere note fin dall'inizio dell'esperimento, ma in alcuni casi potrebbe essere necessario scegliere un subset di variabili esplicative da un insieme più grande.
2. Scelta di  $f$ , in cui  $f$  è una funzione lineare nei parametri.
3. Stima di  $\theta$ , detta anche parametrizzazione del modello.
4. Eventuali test d'ipotesi, volti, tra l'altro, a valutare se il modello descrive accuratamente i dati sperimentali, oppure no.

L'adattamento di modelli matematici descrittivi ai dati sperimentali è una pratica molto comune e che trova numerose applicazioni in metodologia sperimentale. La risoluzione dei problemi è di particolare interesse, in quanto può in genere essere eseguita tramite semplici algoritmi, che costituiscono un evidente legame tra statistica, algebra lineare e geometria euclidea.

---

<sup>16</sup> A. Onofri, Università degli Studi di Perugia materiale on-line "I modelli matematici statistici nella sperimentazione biologica".

# DALLA RILEVAZIONE CONTABILE ALLE ASPETTATIVE DEGLI STAKEHOLDERS

## introduzione

La rilevazione contabile e la successiva comunicazione aziendale sono tematiche che da sempre hanno suscitato grande interesse negli studi aziendalistici.

Entrambe sono attività connaturate all'azienda in quanto essa, per definizione, è osservabile come sistema sociale aperto in relazione con l'ambiente esterno<sup>1</sup>.

Per tale motivo la semplice rilevazione contabile o meglio la rilevazione di aspetti quantitativi, finalizzata in un primo momento all'analisi dei risultati economici finanziari ed al controllo contabile si è evoluta associando a dati quantitativi aspetti qualitativi cercando di soddisfare le attese conoscitive degli stakeholders.

---

<sup>1</sup> M. Saita, *"Economia e strategia aziendale"*, Guffrè, Milano, 2000, par.3.3.

## 8.1 LA RILEVAZIONE CONTABILE

La rilevazione contabile ha origini antiche<sup>2</sup> riscontrabili sia al tempo degli antichi egizi e greci ed ancor prima risalenti al 2500 a.c.; sono stati infatti ritrovati reperti storici contabili, provenienti dalla Bassa Mesopotamia, inerenti a iscrizioni su tavole di argilla.

La rilevazione consiste nella metodica osservazione e determinazione degli accadimenti d'azienda, siano essi processi o combinazioni economiche attraverso le quali trovano svolgimento le operazioni di gestione<sup>3</sup>

Le rilevazione contabile si è evoluta nel tempo sulla base della stretta connessione che la lega alla cultura umana<sup>4</sup>.

Si è passati da una semplice rilevazione frammentaria di beni, crediti e debiti a rilevazioni finalizzate alla rappresentazione aziendale nel suo complesso.

Le esigenze dell'uomo e il soddisfacimento dei propri bisogni hanno modellato ed indirizzato la rilevazione dei dati aziendali finalizzandoli alle proprie necessità conoscitive.

In tal senso si è assistito ad un processo di *razionalizzazione*<sup>5</sup> e *sistematizzazione*<sup>6</sup> delle conoscenze con lo scopo di identificare

---

<sup>2</sup> R. Ferraris Franceschi, *"Il percorso scientifico dell'Economia Aziendale"*, Giappichelli, Torino, 2010, par.1.2.

<sup>3</sup> G. Zappa, *"Le produzioni nell'economia dell'impresa"*, Giuffrè, Milano, 1956, pag. 103; A. Amaduzzi, *"L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni"*, Utet, Torino, 1967, pag. 35.

<sup>4</sup> R. Ferraris Franceschi, *"Il percorso scientifico dell'Economia Aziendale"*, Giappichelli, Torino, 2010, par.1.1.

<sup>5</sup> Inteso nel suo significato di rendere conforme a criteri di funzionalità.

informazioni e dati sulla base dei quali poter subordinare un processo decisionale.

La stessa legislazione ha permesso, nel tempo, questo processo di razionalizzazione stabilendo i dettami normativi e le linee guida entro i quali la rilevazione contabile poteva e doveva, a questo punto per legge, operare.

Sulla base delle necessità conoscitive dei destinatari delle informazioni aziendali si è assistito, inoltre, ad una seconda "evoluzione" dei procedimenti di rilevazione.

Si è passati da una rilevazione puramente contabile e numerica all'analisi di aspetti qualitativi la cui lettura permette ai destinatari di completare il loro quadro conoscitivo avendo a disposizione una visione globale dell'azienda<sup>7</sup>.

## **8.2 LA COMUNICAZIONE AZIENDALE**

Accanto ai processi di rilevazione dei dati, siano essi, quantitativi o qualitativi hanno assunto, nel corso del tempo, particolare importanza le procedure entro le quali renderli noti ai vari stakeholders.

---

<sup>6</sup> Inteso nel suo significato di organizzare con rigore.

<sup>7</sup> Il par. 6.3.1 sottolinea l'importanza di un'integrazione tra analisi quantitativa e qualitativa, G. Delli Zotti, " *Quale quantità e quanta qualità nella ricerca sociale: tra integrazione e convergenza*", in " *Il sociologo e le sirene. La sfida dei metodi qualitativi*", FrancoAngeli, Milano, 1996, pag. 141.

L'attività di comunicazione aziendale assolve la primaria funzione di *"soddisfare le esigenze conoscitive interne ed esterne, con la massima efficienza ed efficacia"*<sup>8</sup>.

i soggetti coinvolti nel processo di comunicazione in qualità di destinatari sono numerosi e vari data la complessità dell'ambiente in cui opera l'azienda. Per tale motivo si farà riferimento alla *stakeholder theory*<sup>9</sup> individuando negli stakeholders tutti i soggetti portatori di un qualche interesse verso l'azienda<sup>10</sup>.

Al variare dei destinatari e delle loro esigenze conoscitive, si modificano i contenuti della comunicazione aziendale e di conseguenza gli strumenti utilizzati per rendere note tali informazioni<sup>11</sup>.

### **8.2.1 i fini della comunicazione aziendale**

#### *I fini immediati*

L'attività attraverso la quale le aziende comunicano ai propri interlocutori viene attentamente governata e programmata nel suo intero svolgimento e controllata nei risultati.

È possibile suddividere la comunicazione aziendale in due rami a seconda che venga riservata a soggetti che assumo decisioni di

---

<sup>8</sup> L. Marchi, *"I sistemi informativi aziendali"*, Giuffrè, Milano, 1993, pag 5.

<sup>9</sup> I. Ansoff, *"Corporate strategy"*, McGraw-Hill, New York, 1965.

<sup>10</sup> L. Bartocci, *"Il Bilancio sociale negli enti locali"*, Giappichelli, Torino, 2003, pag 67.

<sup>11</sup> G. Rossi, *"La comunicazione aziendale"*, FrancoAngeli, Milano, 2009, pag. 81.

governo economico oppure siano soggetti estranei al governo economico dell'azienda.

Nel primo caso la comunicazione assume finalità immediate di carattere gestionale ; i flussi informativi sono tesi a supportare e indirizzare le decisioni di governo economico per poter conseguire gli obiettivi prefissati. La comunicazione è strumentale al processo decisionale ed al successivo processo di controllo al fine di rendere l'attività economica più efficace ed efficiente rispetto gli obiettivi perseguiti<sup>12</sup>.

Vi è quindi la presenza di un vincolo funzionale in grado di legare la comunicazione al processo decisionale. Tale vincolo è rappresentato dalla rilevazione degli accadimenti aziendali.

La rilevazione, come precedentemente enunciato, è un processo volto a produrre e a rendere disponibili una pluralità di conoscenza relative all'azienda e all'ambiente in cui opera.

La qualifica di processo permette alla rilevazione di articolarsi in fasi correlate tra loro da un nesso logico<sup>13</sup> e finalizzate ad un determinato obiettivo.

La rilevazione permette quindi da un lato, di rendere disponibili agli organi di governo informazioni di carattere storico a rendiconto dell'efficacia ed efficienza della gestione, dall'altro, consente attraverso determinate previsioni di prefigurare accadimenti futuri,

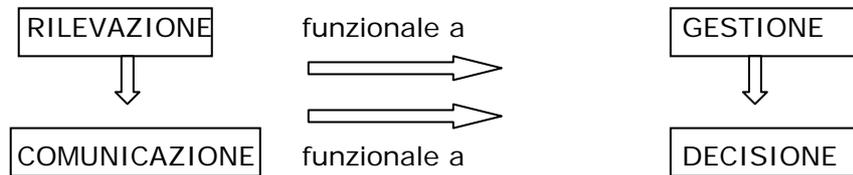
---

<sup>12</sup> L. Marchi, *"I sistemi informativi aziendali"*, Giuffrè, Milano, 1993, pag 8.

<sup>13</sup> L. Marchi, *"I sistemi informativi aziendali"*, Giuffrè, Milano, 1993, pagg. 6-10.

così da poter pianificare e programmare le operazioni economiche più convenienti<sup>14</sup>. (Vedi Fig. 1.)

Fig. 1. (fonte: G. Rossi, *“La comunicazione aziendale”*, 2009).



La comunicazione rivolta a soggetti estranei alla gestione assume una caratteristica fondamentale quella della obbligatorietà.

In molti casi, infatti, la comunicazione rivolta ai soggetti sopraccitati, si configura come una comunicazione di tipo obbligatorio determinata nei suoi contenuti, nelle forme e nella frequenza, prestabilite da norme fissate da diversi organi rappresentativi di poteri pubblici<sup>15</sup>. Altre volte, al contrario, assume i tratti di una comunicazione volontaria con lo scopo principale di porre l'azienda in termini positivi rafforzandone l'immagine e perseguire, al contempo, il consenso degli stakeholder indispensabile alla stessa continuità aziendale<sup>16</sup>.

Immagine e consenso permettono il conseguimento di un duplice obiettivo; da un lato potenziare la domanda di beni e servizi accrescendo l'attrattività dell'azienda e generando un vantaggio

<sup>14</sup> G. Zappa, *“Le produzioni nell'economia dell'impresa”*, Giuffrè, Milano, 1956, pag. 104.

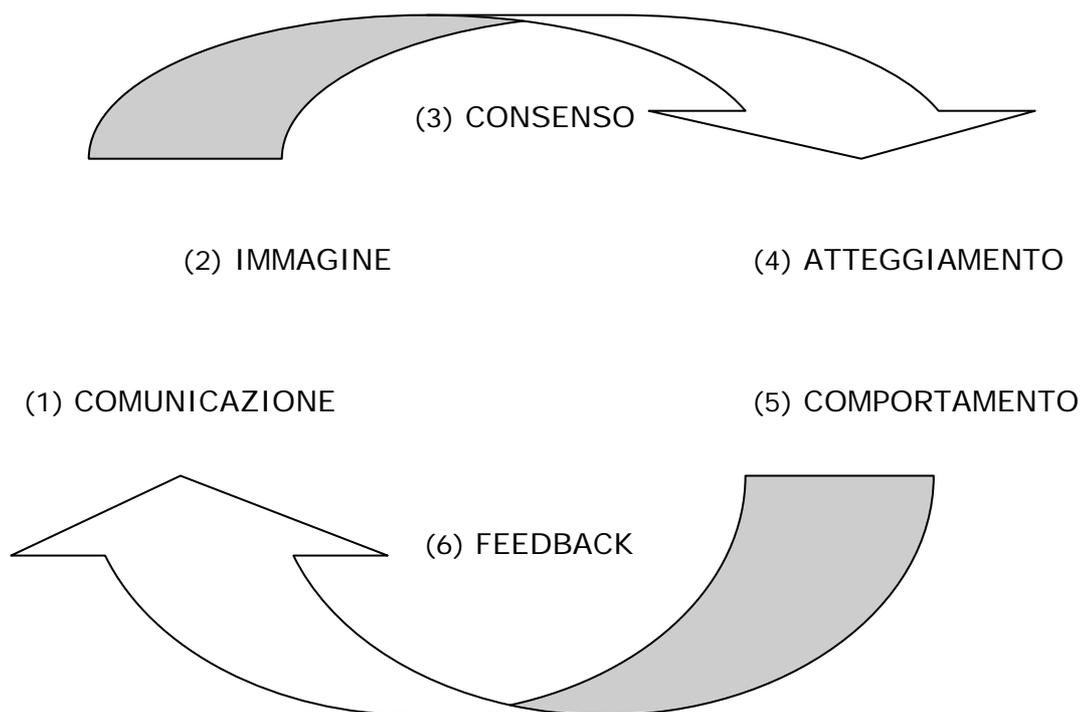
<sup>15</sup> G. Rossi, *“La comunicazione aziendale”*, FrancoAngeli, Milano, 2009, pag. 106.

<sup>16</sup> P. Musile Tanzi, *“Comunicare crea valore”*, in D. Bodega, (a cura di), *“Comunicare il cambiamento”*, Egea, Milano, 1996, pag. 11.

competitivo; dall'altro riuscendo ad instaurare un rapporto fiduciario tra i vari operatori economici e finanziari<sup>17</sup>.

Attraverso la comunicazione l'azienda crea un processo (vedi fig. 2.) attraverso il quale *"proietta una certa immagine di se che influisce sugli atteggiamenti e sui comportamenti dei vari soggetti a cui è rivolta con risvolti in termini di performance e comportamenti gestionali"*<sup>18</sup>.

Fig. 2. (fonte: G. Rossi, *"La comunicazione aziendale"*, 2009).



<sup>17</sup> A. Paris, *"Dal bilancio economico-patrimoniale al rendiconto etico-sociale"*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n°5/6, Roma 2002

<sup>18</sup> V. Coda, *"Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa"*, Giappichelli, Torino, 1991, pag. 16.

### *I fini mediati*

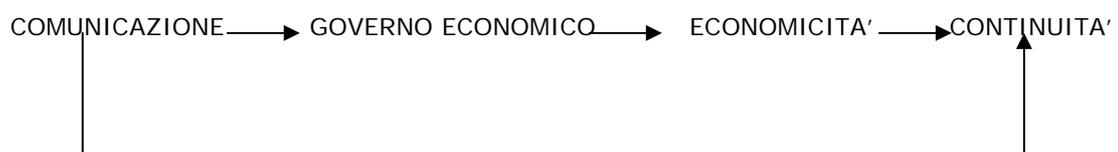
Le finalità immediate perseguite attraverso la comunicazione aziendale si rilevano strumentali al raggiungimento di un fine ultimo di ordine superiore: il perdurare dell'azienda nel tempo.

La durevolezza dell'attività è un carattere di aziedalità<sup>19</sup> ovvero requisito intrinseco che l'azienda deve possedere per essere definita tale.

La continuità nel tempo rappresenta il fine ultimo, fondamentale e fisiologico per poter perseguire il soddisfacimento dei bisogni umani riuniti nell'istituto economico che le ha dato vita.

È facile intuire la correlazione in essere tra comunicazione e governo d'azienda finalizzata allo sviluppo e alla continuità aziendale (fig. 3.)

Fig. 3. (fonte: G. Rossi, "La comunicazione aziendale", 2009).



La comunicazione incide sulle decisioni gestionali le quali a sua volta si traducono in performance aziendali con ripercussioni sull'economicità di lungo periodo dell'azienda e sulle sue possibilità di sopravvivenza e continuità nel tempo.

---

<sup>19</sup> G. Bruni, "L'azienda come sistema di convertitore di valori economici in valori culturali", in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, 1999, pag. 4.

## 8.3 TRASPARENZA E COMUNICAZIONE

### 8.3.1 relazioni interaziendali e comunicazione

I sistemi aziendali sono al centro di un complesso di attese, rappresentanti l'elemento propulsore, la realizzazioni delle quali permette di istaurare relazioni positive tra l'azienda ed i suoi interlocutori sociali<sup>20</sup>.

Il mantenimento delle condizioni di successo è influenzato dunque dalla corretta percezione delle attese dei diversi attori, dalla consapevolezza delle risorse disponibili e dalle capacità di agevolare la conoscenza del grado di soddisfacimento di tale attese.

Gli obiettivi sopraccitati sottolineano la necessità di predisporre di opportune fonti informative le quali dovrebbero essere in grado di agevolare la percezione delle attese e al contempo la selezioni di modelli di interazione con l'esterno<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> D. Salvioni, *"Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa"*, ISTEI, materiale disponibile on-line, [www.unimib.it/symphonya](http://www.unimib.it/symphonya)

<sup>21</sup> D. Salvioni, *"Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa"*, ISTEI, materiale disponibile on-line, [www.unimib.it/symphonya](http://www.unimib.it/symphonya).

### 8.3.2 la cultura della trasparenza

Gli studi inerenti la comunicazione economica-finanziaria sono da molti anni oggetto di analisi e approfondimento, tuttavia ancora oggi, nonostante gli svariati studi, nella realtà la comunicazione attuata dalle società risulta carente.

Le informazioni rese note sono spesso predisposte in ottemperanza a vincoli di carattere giuridico normativo, concernenti pubblicazioni incentrate su requisiti minimi.

A fronte di tali requisiti minimi imposti per legge, si hanno ampi margini di discrezionalità entro cui ogni azienda può andare ad operare perseguendo propri obiettivi di comunicazione.

È possibile suddividere l'informativa societaria in:

- *informativa obbligatoria* derivante da vincoli normativi;
- *informativa volontaria* proposta da ciascuna impresa.

L'esistenza di fattori di vincolo non garantisce un'elevata qualità di informazione la quale è invece influenzata dalle caratteristiche culturali dominanti<sup>22</sup>

In questa ottica, negli ultimi anni, ha acquisito importanza la diffusione dei valori di trasparenza non solo rispetto i riferimenti quantitativi e temporali delle informazioni ma anche seguendo principi di verità, chiarezza, precisione, completezza, significatività,

---

<sup>22</sup> D. Salvioni, "Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa", ISTEI, materiale disponibile on-line, [www.unimib.it/symphonya](http://www.unimib.it/symphonya).

ecc., andando in tal modo ad agire sulla qualità dell'informazione stessa.

Il corretto orientamento delle scelte di comunicazione presuppone l'affermazione di una cultura volta al costante miglioramento qualitativo dell'informativa secondo modelli improntati alla trasparenza e alla completezza<sup>23</sup>.

La trasparenza tende ad influenzare la selettività delle informazioni fermo restando i principi di completezza e di neutralità.

Ad oggi le società sembrano ancora reticenti rispetto la volontà di attuare processi di efficace comunicazione ed operano all'interno dei vincoli imposti dalla normativa.

Al contrario l'informativa societaria dovrebbe operare secondo logiche di trasparenza strumentale al raggiungimento delle attese dei differenti portatori di interessi.

---

<sup>23</sup> D. Salvioni, *"Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa"*, ISTEI, materiale disponibile on-line, [www.unimib.it/symphonya](http://www.unimib.it/symphonya).

# **AGENZIE E MODELLI DI RATING**

## **9.1 LA VALUTAZIONE DELLA CORPORATE GOVERNANCE**

### **9.1.1 Indicatori sintetici di governance**

Nei precedenti paragrafi abbiamo analizzato da un punto di vista teorico come poter valutare l'efficienza di un sistema di governance, vedremo ora una serie di strumenti "pratici" che trovano ampio utilizzo nella realtà.

### **9.1.2 Il G – Index, l' Entrenchment Index ed il Gov - Score**

Fattori dell'elaborazione del G - Index sono P. Gompers, J. Ishii e A. Metrick; nel 2003 hanno provveduto a costruirlo sulla base di 24 fattori riconducibili alla governance, prendendo come riferimento quelli che sono stati creati dall'IRCC, ossia l'Investor Responsibility Research Center<sup>1</sup>. In particolare, gli aspetti maggiormente

---

<sup>1</sup> L'IRCC è un'organizzazione no profit americana, nata nel 2006, che si occupa della ricerca in campo ambientale, sociale e della governance a favore degli investitori, dei media e degli stakeholder in generale.

considerati sono quelli interni, riconducibili soprattutto alla sfera della tutela rispetto ai c.d. takeover ostili (le scalate)<sup>2</sup>.

L'idea di fondo che sta alla base dell'indice è che le corporations sono come delle repubbliche, dove gli elettori (gli shareholders) scelgono i propri rappresentanti (i directors), i quali a loro volta delegano le decisioni ai manager.

Le regole della governance servono proprio a bilanciare i poteri e a tutelare i diritti degli azionisti.

L'indice viene costruito assegnando un punto per ognuna delle previsioni del modello che riduce di fatto i diritti degli shareholder.

Le società vengono poi suddivise tra "democrazie", alle quali è associato un basso risultato dell'indice, e "dittature", che mostrano al contrario un indice elevato.

Il primo gruppo (le democrazie) sarà caratterizzato da un basso potere del management e da alti diritti riconosciuti agli azionisti. Viceversa per il secondo gruppo di società.

Attraverso l'utilizzo di questo indice si giunge a rilevare che quelle società che tutelano poco gli azionisti hanno anche di contro una bassa valutazione ed un basso ritorno azionario.

Sulla stessa scia del G – Index risulta essere il secondo indice che andiamo a citare, il c.d. Entrenchment Index (detto anche E –

---

<sup>2</sup> R. Mazzotta, *"La corporate governance e le performance aziendali. Una analisi sulle società italiane quotate in borsa"*, Franco Angeli, Milano, 2007, pagg.129-130.

Index, o in italiano indice di rafforzamento), formulato da altri tre studiosi della Harvard Law School, Bebchuck, Cohen e Ferren<sup>3</sup>.

Il loro studio si basa su sei delle 24 previsioni<sup>4</sup> considerate dal G – Index e di questi sei provvedimenti quattro<sup>5</sup> rappresentano delle restrizioni ai diritti di voto degli azionisti mentre i restanti due sono legati alla presenza o all'assenza di misure di prevenzione dei takeover ostili, che mirano ad un loro combattimento<sup>6</sup>.

Anche per questo indice viene assegnato un punto per ognuna delle previsioni riscontrate in un certo intervallo temporale.

In seguito alla costruzione di questo indice gli studiosi hanno riscontrato da un lato una correlazione inversa tra l'adozione di queste previsioni e il valore delle azioni (ad un alto punteggio era infatti associata una bassa tutela degli azionisti) e dall'altro una percezione positiva da parte degli investitori delle imprese che mostravano una buona governance con la considerazione delle stesse come obiettivi dei loro investimenti, anche in situazioni di criticità del mercato.

Ben più ampia è invece la gamma di variabili di governance considerata dal Gov – Score, sviluppato da Brown e Caylor. A differenza degli altri due indici, questo si basa su ben 51 variabili

---

<sup>3</sup> L. Bebchuk, A. Cohen, A. Ferrell, *What matters in corporate governance*, [www.RMRR.com](http://www.RMRR.com)

<sup>4</sup> Anche le variabili considerate da questo indice fanno riferimento a quelle già indicate dall'IRRC ed utilizzate per il G – Index.

<sup>5</sup> Questi quattro previsioni sono: il frazionamento delle assemblee, i limiti ai poteri attribuiti agli azionisti dallo statuto, la previsione della necessità della maggioranza assoluta per la delibera di operazioni straordinarie o per la modifica dello statuto.

<sup>6</sup> A. Bonissoni, *“Più governance, più performance”*, Milano Finanza, 11 Maggio 2007, pag. 24.

(divise in otto categorie<sup>7</sup>) fornite dall'ISS, l'Institutional shareholder services, che considerano tanto gli aspetti interni che esterni della governance<sup>8</sup>.

I risultati a cui questi due studiosi sono giunti sono simili ai precedenti, in quanto si arriva alla conclusione che le aziende meglio governate sono più profittevoli e presentano un più elevato valore aziendale.

Un limite che tali indici mostrano è il fatto che sono marcatamente legati a specifici contesti, in particolare differenti rispetto a quello nazionale.

Non è un caso se questi parametri di valutazione pongono grande attenzione a strumenti come i takeover, che sono largamente diffusi tra le imprese anglosassoni, diversamente rispetto il contesto nazionale caratterizzato da imprese prevalentemente di tipo familiare dove la proprietà è concentrata.

Allo stesso modo non è possibile ritrovare tra questi indicatori gli stessi strumenti giuridici che caratterizzano, al contrario, l'impresa.

La scelta dei parametri da includere durante l'implementazione di un modello di valutazione richiede infatti che si faccia riferimento al contesto in cui l'impresa opera, per far sì che il modello costituito

---

<sup>7</sup> <<[...]the eight ISS categories: audit, board of directors, charter/bylaws, director education, executive and director compensation, ownership, progressive practices and state of incorporations>>.

<sup>8</sup> D. Brown, M. L. Caylor, "Corporate governance and firm evaluation", abstract, Journal of Accounting and Public Policy, n. 25, 2006, pagg. 415.

sia in grado di fornire una corretta e veritiera valutazione della qualità di un sistema di governance.

Possiamo quindi concludere affermando che è errato sostenere che non esistono ad oggi indicatori utili per valutare la qualità dei sistemi di governance. È corretto invece sostenere che quelli esistenti siano molto diversi tra loro e fortemente legati alle caratteristiche dei sistemi nazionali a cui si riferiscono.

## **9.2 IL RATING**

Lo strumento del rating ha trovato larga diffusione grazie alla sua capacità di comunicare in maniera sintetica ed efficace il risultato di una determinata analisi.

Attraverso il rating, generalmente, si valuta la capacità del debitore di adempiere alle proprie obbligazioni; di rimborsare il capitale alla scadenza e pagare periodicamente gli interessi.

In relazione ai titoli azionari il rating segnalerà la solvibilità e la solidità patrimoniale del soggetto che lo ha emesso.

Per l'investitore, quindi, il rating segnalerà la rischiosità che caratterizza una data società e di conseguenza l'investimento effettuato in quest'ultima.

I destinatari del rating sono svariati e sono rappresentati sia da investitori istituzionali ma anche da investitori individuali, che possono

ottenere informazioni in maniera semplice e veloce su un determinato titolo e poter, conseguentemente, effettuare scelte di investimento.

È importante rimarcare la differenza tra il rating e lo scoring.

Quest'ultimo infatti è una tecnica di tipo matematico-statistico attraverso la quale si calcola la probabilità di insolvenza di una certa posizione<sup>9</sup>.

La caratteristica che contraddistingue il rating si ritrova esattamente nel fatto di considerare anche aspetti qualitativi<sup>10</sup> e non solo numerici.

Il consenso ottenuto dal rating deriva dalla semplicità che lo caratterizza; infatti il rating si sostanzia in un indicatore alfa-numerico, relazionato ad un giudizio, diverso a seconda dell'agenzia che lo emette.

Nel mondo sono diffuse numerose agenzie che si occupano dell'emissione dei rating.

Tra le più famose<sup>11</sup> a livello mondiale si citano Moody<sup>12</sup>, Standard & Poor's<sup>13</sup>, FITCH IBCA<sup>14</sup> e GMI<sup>15</sup>.

---

<sup>9</sup>La tecnica dello scoring è utilizzata soprattutto per la concessione di credito al consumo e, in generale, a erogazioni di credito richieste con un'alta frequenza ma di importi ridotti. G. Gandini, *"Il Market Driven Management nelle relazioni tra imprese e mercato Bancario"*, materiale disponibile on-line [www.unimib.it/symphonya](http://www.unimib.it/symphonya).

<sup>10</sup> V. Cantino, *"Valore d'impresa e merito creditizio"*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 76.

<sup>11</sup> Per altro le agenzie di seguito nominate sono state riconosciute dalla Banca d'Italia come ECAI, ossia come agenzie esterne di valutazione del merito di credito.

<sup>12</sup> Moody nasce nel 1909 ed ha introdotto la scala simbolica per la valutazione della capacità di credito (A = ottimo, B = buono, C = sufficiente, D = insufficiente, E = gravemente insufficiente).

<sup>13</sup> S&P nasce nel 1916 ed è stata la prima agenzia a rendere pubbliche le sue valutazioni e le procedure usate, nonché la prima società a fornire un servizio on line per la comunicazione al pubblico e a realizzare una rivista settimanale sul rating.

<sup>14</sup> L'attuale denominazione è il risultato della fusione avvenuta nel 1997 tra il gruppo americano Fitch e quello europeo IBCA. Il primo incarna la posizione di leader nel settore finanziario con una forte presenza nel mercato delle imprese e della finanza pubblica. Il secondo, invece, ricopre ruoli importanti nel settore delle banche e delle imprese.

<sup>15</sup> GMI è l'acronimo di GovernanceMetrics International, agenzia di ricerca e rating sulla corporate governance nata nel 2000. Il rating che fornisce questa agenzia

Vediamo ad esempio come il punteggio <<AAA>> attribuito da Standard & Poor's o quello <<aaa>> legato a Moody rappresentino il massimo giudizio positivo in termini di affidabilità attribuibile ad un'impresa per i titoli a lungo termine. Al contrario, giudizi come <<D>> e <<C>>, attribuiti rispettivamente da S&P e Moody's, esprimono pareri negativi circa le capacità di rimborso. Esiste una moltitudine di giudizi intermedi<sup>16</sup> così come una specifica codifica per la valutazione circa i titoli a breve termine.

Il processo di attribuzione del rating è composto da diverse fasi, solitamente quattro:

- la fase preliminare, in cui la società sottoposta a valutazione e l'agenzia di rating iniziano a prendere contatto tra di loro. In particolare la società emittente sarà interessata a comprendere qual è la metodologia seguita dall'agenzia per l'assegnazione del rating e provvederà a fornire le prime informazioni per consentire agli analisti di individuare, sommariamente, la classe di rischio ad essa attribuibile;
- la fase successiva è costituita dall'analisi vera e propria effettuata da un apposito team di analisi.

---

prevede una scala che va da 0 a 10, in cui ad un elevato punteggio è associata una buona governance.

<sup>16</sup> I rating da AA a CCC di S&P (e quelli da aa a Caa per Moody's) possono essere ulteriormente dettagliati con un indice che varia con + o - (da 1 a 3 per Moody's) per precisare la posizione assunta all'interno della singola classe di rating. M. Dallochio, A. Salvi, *Le modifiche del rating influenzano il comportamento degli investitori?* In *Economia&Management*, n. 4, 2006, pag. 81.

Questo dovrà considerare le informazioni di carattere contabile ma anche extra-contabile, ed inoltre le indicazioni sul contesto in cui l'azienda opera;

- in seguito alla fase di analisi, il team di analisi avanzerà una prima proposta al comitato di rating<sup>17</sup> (fase di emissione del rating), che potrà accettarla o respingerla. Nel primo caso il risultato sarà comunicato alla società cliente, che potrà accogliere il giudizio oppure chiederne un revisione.

Nel caso in cui il comitato non approvi il giudizio proposto si procederà con una sua modifica e la successiva comunicazione al cliente, una volta accolto anche il favore da parte del comitato di rating;

- la quarta ed ultima fase prevede il monitoraggio del rating emesso "*rating surveillance*", per poter eventualmente confermarlo anche nel futuro oppure per sottoporlo ad una classificazione peggiorativa. Quest'ultima è una fase molto importante, in quanto la declassazione di un rating potrebbe incidere sugli andamenti di un titolo. Ecco perché numerosi studi si sono dedicati proprio ad una valutazione degli impatti che una modifica del rating potrebbero sortire sul cosiddetti *investor sentiment*.

---

<sup>17</sup> Solitamente tale organo è composto da consiglieri di amministrazione e da altri membri che provengono dal mondo della finanza e dell'economia e svolge l'importante ruolo dell'approvazione definitiva del merito creditizio. V. Cantino, *Valore d'impresa e merito creditizio*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 80

Un articolo pubblicato sulla rivista *Economia & Management* del 2006<sup>18</sup> ha trattato specificamente quest'ultima tematica, riportando gli esiti proposti da alcuni filoni di ricerca.

Una prima corrente di pensiero sostiene che siano soprattutto i declassamenti dei rating ad influenzare i prezzi, nella convinzione che i giudizi espressi dalle agenzie si basino su informazioni che non sono rese disponibili al pubblico.

La stessa letteratura ha rilevato una sostanziale asimmetria negli effetti prodotti da variazioni positive sui rating rispetto a quelle negative. Come già scritto, viene sostenuto che siano soprattutto le rettifiche negative cosiddetti "*downgrade*" ad incidere, mentre non sono ritenuti incisivi i cosiddetti "*upgrade*".

Contrariamente a quanto sostenuto da questa prima corrente, ve ne è una seconda che valuta non rilevante l'effetto prodotto dalle modifiche a cui i rating vengono sottoposti, poiché è il mercato si dimostra in grado di anticipare le revisioni, essendo i rating fondati su informazioni di carattere pubblico.

Appaiono quindi evidenti le opposte considerazioni alla base delle due visioni, soprattutto circa il carattere delle informazioni in base alle quali i rating vengono elaborati e sulle capacità del mercato di anticipare o meno le revisioni delle agenzie.

Per quanto riguarda i criteri<sup>19</sup> utilizzate dalle agenzie per implementare i modelli di rating, è possibile notare come accanto ad aree di analisi

---

<sup>18</sup> M. Dallochio, A. Salvi, *Le modifiche del rating influenzano il comportamento degli investitori?* In *Economia&Management*, n. 4, 2006.

comuni vi siano aree considerate da alcune agenzie tralasciate invece da altre.

Una delle aree comuni riguarda la struttura e la composizione del consiglio di amministrazione, al fine di comprendere l'abilità del board di monitorare l'operato dei manager. In questa sezione si valutano l'indipendenza dei membri del consiglio e dei vari comitati, i processi svolti dai comitati di audit, le competenze dei loro membri ed il loro grado di trasparenza.

Altro punto comune è la valutazione dei sistemi di remunerazione e gli eventuali piani di stock option, con particolare attenzione alle strutture ed all'ammontare che li riguardano.

E ancora, la tutela degli azionista rappresenta un ambito di analisi preso in considerazione dalle agenzie interessate soprattutto ai sistemi di voto e alle misure anti takeover.

Le agenzie di rating sottolineano l'importanza rivestita dalla possibilità riconosciuta agli azionisti di poter esprimere una propria opinione rispetto tematiche legate alla tutela dei proprio interessi, esprimendo pareri e prendendo decisioni su questioni di rilievo.

Per quanto riguarda le misure in difesa delle scalate ostili le agenzie di rating valutano positivamente il ricambio nelle strutture della leadership e della proprietà.

---

<sup>19</sup> *Rating Management Behavior and Ethics: A Proposal to Upgrade the Corporate Governance Rating Criteria*, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 34.

### **9.2.1 il rating della governance**

L'importante ruolo assunto dalla Corporate Governance nei differenti sistemi economici mondiali ha suscitato nei diversi attori del mercato finanziario l'esigenza di misurarne il suo livello di affidabilità. In tutto il mondo si sono sviluppate delle agenzie aventi il compito di assegnare un giudizio al sistema di governo aziendale, evidenziandone i pregi e gli eventuali difetti; poiché la valutazione della Corporate Governance attribuisce un giudizio quantitativo su elementi prevalentemente di natura qualitativa.

I servizi di rating sulla Governance nascono negli Stati Uniti nei primi anni 2000 con lo scopo di analizzare la rischiosità delle dinamiche aziendali in relazione al modello di governo adottato. Le prime valutazioni venivano compiute come estensione del normale processo di assegnazione del rating finanziario, attraverso particolari procedure e metriche stabilite dalla stessa agenzia. Il servizio si è rapidamente diffuso grazie all'ampliarsi del mercato azionario, al peso e alla dimensione degli investitori istituzionali, alla cultura del benchmark e alla necessità di limitare i rischi di reati societari e finanziari. La crescita delle agenzie di rating, in termini di dimensioni e influenza registrata negli ultimi anni, è stata affiancata dall'ampliarsi della fascia di utilizzatori interessati alla valutazione della governance. Fra questi si possono includere gli investitori, le compagnie di assicurazione, gli

analisti finanziari, gli avvocati, i commercialisti, gli istituti finanziari e ovviamente le imprese oggetto di valutazione<sup>20</sup>.

Il punteggio assegnato dall'agenzia di rating viene preso in considerazione per prendere importanti decisioni di investimento e di voto, preparare relazioni finanziarie, fornire consulenza nelle questioni di governance, determinare il rischio di credito e confrontare le pratiche di governo con le *best practices* di riferimento.

I punteggi assegnati alla governance, oltre ad aiutare le decisioni di investimento e di voto degli investitori, vengono spesso utilizzati per soddisfare le esigenze di altre categorie di clienti. Gli analisti finanziari utilizzano il rating della governance per ottenere maggiori informazioni riguardo le modalità di governo aziendale circa una specifica azienda, un settore, un mercato, una nazione o regione. Avvocati, commercialisti, consulenti e altri professionisti possono utilizzare i punteggi di governance per incrementare la valenza informativa delle loro pratiche di consulenza e delle loro analisi comparative delle politiche di governo aziendale esaminate. Inoltre le banche e gli altri intermediari finanziari possono utilizzare gli indici calcolati per migliorare l'efficacia dei propri modelli di valutazione del rischio di credito e di Capital Asset Pricing<sup>21</sup>. Infine le public companies impiegano i rating della governance per confrontare il proprio modello di governo

---

<sup>20</sup> Thuy-Nga T. Vo, "Rating Management Behavior and Ethics: A Proposal to Upgrade the Corporate Governance Rating Criteria", *The Journal of Corporation Law*, 2008, 34, pagg. 9-11.

<sup>21</sup> Il CAPM è un modello di equilibrio dei mercati finanziari, proposto da William Sharpe nel 1964, che stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità.

con quello adottato dai concorrenti o maggiormente utilizzato nel settore di riferimento.

Al fine di attrarre nuovi investitori le aziende sono costrette a monitorare costantemente le pratiche di governo in modo da ottenere un giudizio favorevole da parte delle agenzie di rating. Una società sottoposta alla valutazione del proprio sistema di governo, può cercare di raggiungere un elevato livello di governance per ridurre il proprio costo del capitale, limitare la propria rischiosità patrimoniale ed incrementare la possibilità di attrarre amministratori e dirigenti con elevate capacità professionali.

### **9.3 I SISTEMI DI VALUTAZIONE**

La maggior parte delle agenzie di rating inizia il processo di valutazione della governance da un punto di vista nazionale.

Un appropriato sistema di calcolo dovrebbe necessariamente includere un'analisi del livello di governance presente in una determinata nazione<sup>22</sup>. L'agenzia, per esempio, deve considerare il livello di trasparenza del sistema contabile all'interno del paese; ricercare ed analizzare le eventuali pratiche di corporate governance in atto; verificare la possibile presenza di un codice di *best practice*, evidenziandone il suo grado di adesione e le sanzioni previste nei confronti delle imprese non aderenti. Dopo aver delineato il livello di

---

<sup>22</sup> C Mallin, "Corporate Governance Rating Systems", "Corporate Governance – An International Review", 2001, Vol.1, pag. 257

governance nazionale, può essere eseguita una valutazione delle singole società.

Da questo punto di vista, il processo di rating è costruito su una dettagliata serie di criteri. La discrezionalità dei criteri, adottati dalle varie agenzie, si contrappone all'omogeneità di elementi vengono analizzati in sede di valutazione, riconducibili a quattro principali categorie<sup>23</sup>:

- struttura di governo ed informativa societaria;
- sistemi di remunerazione di dirigenti e amministratori;
- sistema di controllo;
- tutela degli azionisti.

La prima categoria, solitamente, include una serie di argomenti relativi all'assetto proprietario e alla composizione degli organi sociali all'interno dell'impresa, quali: il livello d'indipendenza dei membri del consiglio di amministrazione; la sua dimensione; il grado di partecipazione alle riunioni aziendali<sup>24</sup>; l'eventuale separazione fra CEO e presidente; la presenza di amministratori prestanti servizio presso consigli di amministrazione di altre società; la composizione del comitato di controllo; le quote di proprietà degli amministratori esecutivi, ecc.

Altri elementi relativi al primo campo possono consistere nella divulgazione di linee guida in tema di corporate governance e l'adesione

---

<sup>23</sup>H Donker, S., Zahir, "Towards an impartial and effective corporate governance rating system", "Corporate Governance", 2008, Vol 8, pagg. 85-95

<sup>24</sup> Un elevato livello di partecipazione alle riunioni aziendali migliora la qualità del sistema di governo societario. Tuttavia, l'attenzione dovrebbe soffermarsi principalmente sui contenuti delle discussioni rispetto al numero di volte in cui l'assemblea si riunisce o al numero dei partecipanti.

ai principali codici etici e di condotta. Ovviamente, ad un elevato livello comunicazione societaria corrisponderà un punteggio di governance maggiore. Tuttavia, il rilascio di informazioni circa la corporate governance o i codici etici e di condotta da parte di una società, non è sufficiente a garantirne l'effettivo grado di adesione.

Nella seconda categoria viene valutato il sistema remunerativo aziendale nel suo complesso, specificando quali criteri vengono seguiti nella valutazione legata alle performance individuali. Oltre a questo si analizza il grado di integrità e indipendenza del processo remunerativo, la sua approvazione da parte degli azionisti, i piani pensionistici e di stock options e la presenza di eventuali prestiti aziendali nei confronti dei dipendenti. Un sistema remunerativo che non tenga in considerazione gli interessi degli azionisti è indice di una struttura di governo debole ed inefficace. Le agenzie di rating non vedono di buon occhio le remunerazioni eccedenti il milione di dollari e che includono una serie di bonus e pagamenti legati ai piani di stock options. Per questo motivo, un rating elevato viene solitamente assegnato in presenza di dinamiche remunerative legate alle performance individuali ed aziendali.

Il terzo punto racchiude un elemento di fondamentale importanza per la valutazione della governance, ovvero il sistema di controllo interno. In questo caso vengono analizzati i criteri di nomina del comitato di controllo, il livello di indipendenza dei membri al suo interno e le relazioni intercorrenti fra questi ultimi e i revisori esterni.

Infine, viene approfondito il grado di tutela degli azionisti, evidenziando le modalità con cui viene esercitato il diritto di voto, la composizione dell'azionariato, la possibilità di convocare assemblee straordinarie, ecc. Le quattro categorie descritte sono riscontrabili in tutti i modelli di valutazione adottati dalle agenzie di rating, anche se la loro presenza spesso confluisce all'interno di un unico settore o viene disaggregata per fornire un maggior livello di dettaglio. I vari modelli, tuttavia, presentano sostanziali differenze in relazione ai pesi assegnati da ogni agenzia alle categorie analizzate. Tale difformità di giudizio non permette una efficace comparazione degli indici di rating calcolati. Nonostante le discrepanze, i diversi modelli di valutazione nascono e si sviluppano sotto l'influenza dei principi di corporate governance stabiliti dall'Organisation for Economic Co-operation and Development. L'implementazione dei principi OECD dipende da tre importanti pre-condizioni<sup>25</sup>:

- l'esistenza di una buona infrastruttura giuridica con un corpus di leggi che sia effettivamente applicato;
- l'esistenza di un flusso informativo ampio, accurato e tempestivo, facilmente accessibile da parte di tutti gli attori del mercato;
- una classe di investitori abili e ben informati che conoscono e sanno sfruttare i propri diritti.

---

<sup>25</sup> Van den Berghe, L.A.A., Levrau, A., *Measuring the Quality of Corporate Governance: In search of a Tailormade Approach?*, "Journal of General Management", 2003, Vol. 28, pag.78

I giudizi ottenuti dai sistemi di valutazione possono essere legati a particolari caratteristiche del sistema economico di riferimento e possono essere circoscritti tra due estremi.<sup>26</sup>

A un estremo è possibile trovare quei sistemi che valutano la governance esclusivamente da un punto di vista legislativo, analizzandone il grado di "conformità" alle normative cogenti, come il Codice Civile, o volontarie (Codice di Autodisciplina). Ovviamente, data l'obbligatorietà da parte delle imprese di rispettare i vincoli legislativi previsti, la presenza di elementi di valutazione del rischio di conformità nel sistema di rating è condizione necessaria, ma non sufficiente. Un approccio di rating legato esclusivamente al grado di conformità normativa, infatti, appare inadeguato a misurare efficacemente la governance aziendale per una serie di motivi fondamentali. In primo luogo le norme stabiliscono i "requisiti minimi" che devono essere soddisfatti da un'organizzazione per tutelare gli interessi degli attori coinvolti nel mercato. La conformità a tali requisiti, quindi, non può essere considerata come unico elemento di valutazione del sistema di governo aziendale. In secondo luogo è necessario ricordare le numerose differenze che contraddistinguono gli ordinamenti normativi dei diversi paesi, le quali non permettono di effettuare comparazioni significative fra i vari modelli di governance considerati. Da questo punto di vista, infatti, un sistema di governo potrebbe essere giudicato in modo positivo secondo la normativa vigente in un determinato paese e negativo in un paese caratterizzato da norme più restrittive.

---

<sup>26</sup> Amidani, L., Sacconi, C., NED Community

All'estremo opposto troviamo quei sistemi di valutazione che legano il proprio processo di calcolo alle performance aziendali o al prezzo delle azioni nel caso di società quotate. Anche questo tipo di approccio di valutazione, tuttavia, appare inadeguato poiché non permette di isolare l'effetto delle scelte di governance sulle singole variabili che influenzano le performance aziendali.

In base a tali considerazioni, è possibile ipotizzare una scala di valutazione della governance articolata su quattro distinti livelli di eccellenza all'interno dei quali lo score si può posizionare:

- 1) *Conformità alle normative cogenti* – tale livello corrisponde al limite inferiore della scala di valutazione e dovrebbe essere raggiunto da tutte le imprese che intendono operare nel mercato. In caso contrario l'impresa sarebbe esposta ad un rischio di conformità che potrebbe limitarne il valore e compromettere la sua capacità competitiva;
- 2) *Autodisciplina* – in questo caso il giudizio indica la conformità del sistema di governance analizzato alle normative volontarie (Codice di Autodisciplina) e valorizza le imprese che si impegnano a superare i requisiti minimi stabiliti dalla legge;
- 3) *Riconoscimento* – il modello di governance supera i principi indicati dalla normativa volontaria e raggiunge un livello di efficacia, in termini di completezza delle informazioni e di trasparenza, favorevolmente riconosciuto dal mercato;

4) *Best Practice* – in questo caso il giudizio raggiunge il suo limite massimo e scaturisce da una gestione ottimale dei fattori e delle risorse aziendali.

Un valido modello valutativo, per misurare in modo adeguato la qualità del sistema di governo, deve considerare due dimensioni fondamentali:

- una dimensione strutturale o orizzontale;
- una dimensione evolutiva o verticale.<sup>27</sup>

I vari modelli utilizzati dalle agenzie di rating raggruppano gli elementi di valutazione in sottosistemi secondo logiche differenti. L'elevata eterogeneità si presenta sia nel numero di categorie prese in considerazione, sia nel numero di elementi contenuti in esse. Alcuni modelli, per esempio, presentano un elenco di oltre 400 elementi a differenza di altri che invece ne prendono in considerazione solamente 150. Ad ogni modo, tutti i modelli possiedono un punto di debolezza derivante da una valutazione fondata esclusivamente sulle capacità e sulle caratteristiche strutturali del sistema di governance, prendendo marginalmente in considerazione elementi relativi ai risultati economici-finanziari e, di conseguenza, all'efficacia dei processi aziendali. Per valutare in modo adeguato l'impatto esercitato dall'attività gestionale sull'andamento aziendale, la dimensione strutturale deve contenere un insieme di sottosistemi tra loro indipendenti, ma in grado di correlare i risultati con i fattori che ne hanno permesso il raggiungimento. Per

---

<sup>27</sup> L. Amidani, C. Sacconi., *Misurare l'eccellenza della Corporate Governance. Mito o Realtà?*, "Sistemi & Impresa", 10, 2005, pagg. 1-9.

questo motivo, il modello di valutazione dovrebbe affiancare alla dimensione strutturale un'analisi della dimensione evolutiva, che permetta di tracciare i diversi stati del sistema di governance nel tempo. Un approccio bidimensionale consentirebbe di passare da una logica valutativa di tipo binario, legata alla conformità o meno alle normative vigenti, ad una logica "multinomiale" rappresentata da un punteggio qualitativo.

Gli ultimi aspetti da analizzare concernenti il processo di attribuzione dello score riguardano la raccolta delle informazioni e il grado di soggettività della valutazione. La maggior parte delle informazioni utilizzate nel sistema di calcolo, solitamente viene estrapolata dai documenti forniti dall'azienda, quali organigrammi, relazioni di governance, composizione del CdA, ecc. Questo insieme di informazioni costituisce una buona base di partenza, ma spesso presenta delle problematiche in relazione al suo grado di affidabilità poiché non sempre rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione aziendale in un preciso istante temporale. Per questo motivo, l'analisi documentale è integrata con una serie di dati raccolti attraverso interviste mirate rivolte a soggetti importanti in ambito aziendale (presidente, amministratori indipendenti, dirigenti, ecc.). Il processo di valutazione, quindi, si compone di due fasi principali:

- *autovalutazione* – basata esclusivamente sulle informazioni presenti nei documenti aziendali predisposti dall'azienda

sottoposta a valutazione e messi a disposizione dell'agenzia di rating;

- *site visit* – durante la quale si verificano sul campo le informazioni documentali e si raccolgono ulteriori dati di fondamentale importanza.

Oltre al grado di affidabilità delle informazioni raccolte, la validità di un sistema di valutazione della governance può essere minata dall'elemento soggettivo che contraddistingue il ruolo del valutatore. La mancanza di uno schema rigido e standardizzato, infatti, comporta la presenza di un elevato grado di aleatorietà derivante dal differente giudizio esprimibile da altri valutatori. Il rischio della soggettività di giudizio può essere ridotto attraverso una rigorosa definizione delle metriche e dei processi di calcolo e da un'adeguata struttura del flusso informativo da utilizzare in sede di valutazione. Inoltre, l'attività di rating dovrebbe essere affidata ad un team di valutatori in grado di pianificare efficacemente la fase di *Site Visit* e includere nel processo di calcolo due momenti di approvazione del giudizio formulato individualmente da ciascuno.

La dettagliata analisi del processo di valutazione della governance ci permette di comprendere la difficoltà relativa alla costruzione di un modello standardizzato, trasparente e condiviso da tutti.

### **9.3.1 La valutazione della corporate governance nella definizione del merito creditizio**

Dopo aver delineato i tratti peculiari che connotano lo strumento del rating vediamo il ruolo svolto dalla variabile corporate governance, nella determinazione del merito creditizio definito dalle banche (cosiddetti rating interni) e successivamente nell'emissione dei rating da parte delle agenzie specializzate (cosiddetti rating esterni).

La vigilanza nazionale ha provveduto a fornire una definizione del sistema di rating intendendo *"l'insieme strutturato e documentato delle metodologie, dei processi organizzativi e di controllo, delle modalità di organizzazione delle basi dati che consente la raccolta e l'elaborazione delle informazioni rilevanti per la formulazione di valutazioni sintetiche della rischiosità di una controparte e delle singole operazioni creditizie"*<sup>28</sup>.

La metodologia dei rating consente infatti alle banche di poter definire i prezzi relativi agli affidamenti sulla base della loro effettiva rischiosità, misurata il più oggettivamente possibile, e consente inoltre alle aziende di confrontare i diversi rating emessi dalle singole banche, per provvedere eventualmente ad un miglioramento dei giudizi ricevuti.

---

<sup>28</sup> Le Nuove Disposizioni di Vigilanza Prudenziale per le banche, <http://www.bancaditalia.it/vigilanza/banche/documcons/consnorm/DC-ART-53.pdf>

Nel corso del tempo le informazioni di tipo qualitativo hanno assunto particolare rilevanza nella determinazione del rating per l'affidamento creditizio.

Per poter giungere all'assegnazione di un rating si procede infatti con la raccolta di informazioni di vario genere.

Prime fra tutte risultano quelle di carattere quantitativo, cioè quelle tipicamente desumibili dalla consultazione dei bilanci e a cui fanno seguito la riclassificazione del bilancio e la determinazione degli indici e dei flussi di bilancio, indicatori della situazione economico-finanziaria dell'impresa. Attraverso questo tipo di informazioni si vuole valutare la struttura delle fonti di finanziamento, la redditività e l'equilibrio finanziario che caratterizzano una data realtà aziendale.

Tipici indicatori, sono, tra gli altri, le dimensioni dell'impresa in termini di valore della produzione e dell'attivo, la solidità patrimoniale, la redditività del capitale proprio (ROE), quella del capitale investito (ROI). Per quanto riguarda invece le informazioni qualitative, in precedenza, si è accennato alla differenza che sussiste tra un sistema di scoring ed uno di rating.

Proprio le informazioni qualitative sembrano coprire il ruolo di "spartiacque" tra le due metodologie.

Nell'attuale contesto economico e finanziario gli aspetti legati alla qualità del governo societario hanno iniziato a conquistare l'interesse di studiosi ed investitori.

Si sta diffondendo la convinzione che sia una buona cosa tenere in considerazione questi aspetti al momento di compiere scelte di investimento, quali indicatori di una maggiore sostenibilità delle performance nel medio - lungo periodo<sup>29</sup>.

Si pone quindi attenzione agli aspetti qualitativi anche nel processo di valutazione della rischiosità legata ad un'azienda.

Chi procede con la valutazione dei fattori qualitativi sarà infatti interessato ad indagare sulla storia dell'azienda, dei suoi fondatori e degli azionisti, tutti i fattori evidentemente non quantificabili, ma la cui valutazione comporta un elevato livello di discrezionalità.

Notevole attenzione viene posta all'analisi della struttura organizzativa aziendale, soprattutto in merito alla composizione ed alla solidità dell'assetto societario, nonché al rapporto instaurato tra azionisti e management.

Inoltre, vengono esaminati i punti di forza e di debolezza dell'azienda, in riferimento al rapporto con fornitori e clienti (agli stakeholder in generale) o alle politiche di prevenzione, controllo e gestione dei rischi che potrebbero minacciare l'azienda.

L'analisi qualitativa andrà ad integrare le informazioni quantitative e legate al trend, che interessano particolarmente le banche, in quanto indicatrici del comportamento adottato dall'azienda nei confronti del sistema bancario in generale.

---

<sup>29</sup> Report dal convegno: "Socially Responsible Investment: buona finanza o finanza dei buoni?", 2009, [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

Successivamente verranno analizzati nel dettaglio i modelli di rating della governance maggiormente diffusi ad oggi, proprio per comprendere come tale variabile rientri nelle valutazioni societarie a favore di una maggiore e più trasparente informazione rivolta agli investitori.

## **9.4 LE AGENZIE DI RATING**

La notevole crescita delle agenzie di rating della governance in termini numerici e dimensionali, può essere attribuita all'incremento degli investitori istituzionali, all'introduzione di particolari requisiti relativi alle pratiche di governo aziendale e ai numerosi scandali finanziari riscontrati all'inizio del millennio. I servizi forniti da tali agenzie comprendono la compilazione, il confronto e l'assegnazione di punteggi alle pratiche di governo ritenute significative nel determinare le performance aziendale e nella creazione di valore per gli azionisti. Inoltre, queste agenzie private offrono servizi di ricerca e consulenza in materia di corporate governance, in modo da aiutare i propri clienti nelle loro scelte di investimento. I prossimi paragrafi sono dedicati all'analisi del processo di valutazione della governance di alcune delle agenzie di rating più influenti e importanti:

- GovernanceMetrics International;
- Riskmetrics Group;
- The Corporate Library;

- Standard & Poor's;

### **9.4.1 GovernanceMetrics International**

GovernanceMetrics International (GMI) costituita nell'aprile del 2000 con la necessità di introdurre un valido e facile strumento per il monitoraggio della corporate governance. La *mission* si fonda su una semplice premessa: le aziende che focalizzano l'attenzione sull'attività di corporate governance e sul livello di trasparenza, nel tempo generano rendimenti superiori e prestazioni economiche migliori affiancate ad una riduzione del costo del capitale.<sup>30</sup>

Secondo GMI, infatti, le aziende che presentano punti di debolezza in tema di corporate governance e trasparenza sono contraddistinte da un incremento del costo del capitale e da un elevato rischio di investimento.

Il modello di rating di GMI è annualmente aggiornato ed è stato creato in seguito all'attuazione di numerose ricerche nei vari mercati di riferimento e alle consultazioni con gli investitori istituzionali, i funzionari e i dirigenti aziendali e gli esperti in tema di governance aziendale. L'algoritmo che genera il punteggio, inoltre, è stato testato e convalidato da numerosi esperti statistici ed è in attesa di essere brevettato.

---

<sup>30</sup> GovernanceMetrics International, Overview, <http://www.gmiratings.com/about.aspx>

I criteri di rating adottati si basano sulla regolamentazione dei titoli, sui requisiti di quotazione in Borsa e sui vari codici e principi in materia di governo aziendale. Tra questi ultimi sono inclusi i principi promulgati dall'OECD, dalla Commonwealth Association for Corporate Governance, dall'International Corporate Governance Network e dalla Business Roundtable. Il modello è composto da centinaia di metriche (circa 600) strutturate in modo da produrre risposte del tipo "sì", "no" o "non rilevato", che non lasciano spazio ad interpretazioni di tipo soggettivo. Ad ogni metrica viene attribuito un particolare punteggio in base al tipo di risposta e al peso assegnato alla sezione che la include (in accordo con gli interessi dell'investitore). Il processo di calcolo inizia con la raccolta e l'analisi di tutti i documenti pubblici reperibili sul sito web aziendale, sulle riviste di carattere economico o su altri siti specializzati. I dati raccolti vengono poi inseriti all'interno di un database relazionale e sono sottoposti ad un rigido e accurato controllo di qualità, in modo da intervenire tempestivamente in caso di errori o incongruenze. In seguito, GMI utilizza il modello di rating proposto per calcolare ed assegnare il punteggio riguardante la governance, il quale può posizionarsi all'interno di una scala che oscilla tra il valore 1.0 (il più basso) e il valore 10.0 (il più alto)<sup>31</sup>. A ciascuna società vengono assegnati in tutto 14 rating, suddivisi in due categorie che analizzano la governance dal punto di vista globale e locale. L'analisi globale risulta utile per dimostrare come il profilo di governance di ogni azienda si rapporta con le altre società appartenenti all'universo GMI. Una

---

<sup>31</sup> GMI Research Methodology

valutazione di questo tipo comprende un indice di governance generale, che descrive il quadro governativo complessivo di un'impresa, e sei differenti indici legati a categorie di ricerca specifiche, qui sotto elencate:

- struttura di governo aziendale;
- divulgazione delle informazioni finanziarie e controllo interno;
- diritti degli azionisti;
- remunerazione;
- market for control;
- comportamento aziendale e CSR.

Ogni azienda riceve inoltre un punteggio riguardante il mercato interno (*home market*), il quale riflette l'efficacia delle politiche di governance attuate in relazione ai vari competitor presenti in un determinato paese o regione. Anche questa analisi, come quella di tipo globale, include un indice di livello generale e un indice per ciascuna categoria vista in precedenza. La figura qui sotto riportata, rappresenta una tabella riassuntiva presente nel documento di valutazione di GMI, nella quale vengono elencati sinteticamente i vari giudizi a livello generale e locale.

Figura 1 - Schema riassuntivo di GMI

	Global Rating	Home Market
<b>Overall Rating</b>	<b>2.5</b>	<b>1.0</b>
<b>Board Accountability</b>	<b>2.5</b>	<b>1.0</b>
<b>Financial Disclosure &amp; Internal Controls</b>	<b>5.5</b>	<b>2.0</b>
<b>Shareholder Rights</b>	<b>4.0</b>	<b>2.0</b>
<b>Remuneration</b>	<b>6.5</b>	<b>4.5</b>
<b>Market for Control</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
<b>Corporate Behaviour &amp; CSR</b>	<b>3.0</b>	<b>4.0</b>

### 9.4.2 Riskmetrics Group (Institutional Shareholder Services)

Institutional Shareholder Services (ISS) nata nel 1985 come società di ricerca e consulenza in ambito di corporate governance e nel corso degli anni è diventata una delle più grande ed influenti agenzie di rating della governance a livello globale. Prima di effettuare una dettagliata analisi del sistema di calcolo e dei criteri adottati da ISS nella costruzione del proprio indice di rating, occorre precisare che tale società nel gennaio

del 2007 è stata acquisita da Riskmetrics Group, una vastissima agenzia che si è imposta come standard nel campo della gestione del rischio finanziario. L'analisi effettuata da Riskmetrics include una serie di valutazioni in ambito legale, contabile e commerciale e si avvale dei servizi acquisiti dalla fusione con ISS per misurare la qualità della governance, indispensabile nel calcolo del rischio finanziario. Anche se Institutional Shareholder Services non esiste più, l'analisi del suo indice di valutazione risulta di fondamentale importanza poiché è stato uno degli indici di governance più influenti e ancora oggi viene utilizzato da Riskmetrics. L'indice in questione è il Corporate Governance Quotient (CGQ) ed è stato sviluppato nel 2002 allo scopo di fornire agli investitori un valido strumento di monitoraggio e comparazione delle strutture di governo aziendali. Come riportato sul sito internet di Riskmetrics<sup>32</sup>, il CGQ permette ai propri clienti di ottenere una serie di vantaggi e benefici, tra i quali;

- ricercare ed analizzare la qualità generale, i punti di forza e debolezza relativi al sistema di governo aziendale;
- incorporare le questioni di corporate governance in sede di valutazione di eventuali fusioni o acquisizioni;
- elaborare un punteggio di governance composito all'interno di un modello più ampio, che consenta di ottenere un quadro più completo della società in relazione ai concorrenti e al mercato di riferimento;
- utilizzare i dati e le valutazioni in sede decisionale.

---

<sup>32</sup> <http://www.riskmetrics.com/cgq>

Il CGQ assegna ad ogni società due punteggi differenti. Il primo confronta le pratiche di governo societarie in relazione alle imprese incluse in un indice economico importante (ad esempio S&P 500, S&P 400, S&P 600 o Russell 3000). Il secondo relaziona le modalità di governo aziendale con le imprese operanti nello stesso settore o regione, fra quelli analizzati dall'agenzia. Entrambi i punteggi assumono un valore compreso fra 0% e 100% e stanno ad indicare la qualità della governance rispetto al livello raggiunto dall'insieme di aziende analizzate. Per esempio, un CGQ pari a 75% indica che la società valutata possiede una corporate governance migliore rispetto al 75% delle aziende analizzate. Le categorie incluse in questo indice sono 8 e riguardano:

- struttura e composizione del consiglio di amministrazione;
- sistema di controllo;
- statuto;
- legislazione dello stato di costituzione;
- piano remunerativo;
- progressive practices;
- struttura proprietaria;
- director education.

Il punteggio relativo ad ogni categoria riflette un insieme di variabili chiave relative alla governance, raggruppabili in 63 diverse sotto sezioni. Il processo di calcolo inizia anche in questo caso con la raccolta dei principali documenti aziendali messi a disposizione dalle imprese e

facilmente reperibili. Attualmente, tuttavia, Riskmetrics ha deciso di migliorare il servizio di valutazione della governance attraverso l'introduzione di un nuovo indice chiamato Governance Risk Indicators (GRId). Tale indice risponde all'esigenza di migliorare l'analisi qualitativa in relazione alle continue e repentine evoluzioni che influiscono sulle modalità di governo aziendali. Rispetto al CGQ, il nuovo indice non avrà un approccio di livello globale ma soffermerà la propria attenzione sulle sfumature dei mercati locali in grado di influenzare notevolmente le politiche aziendali. Il processo di calcolo si basa sulle risposte ottenute da un numero variabile di domande (a seconda del mercato di riferimento) suddivise in quattro categorie indipendenti, qui sotto elencate:

- strutture del consiglio di amministrazione;
- piano remunerativo;
- diritti degli azionisti;
- sistema di controllo interno.

A ciascuna delle 166 risposte presenti nel database verrà assegnato un punteggio che può assumere un valore incluso fra -5 e 5, oltre al valore 0 che rappresenta un punteggio neutro<sup>33</sup>. Un punteggio pari a 0 sta ad indicare il soddisfacimento da parte dell'impresa degli standard di governance locali e/o quelli stabiliti dall'agenzia di rating. Un punteggio negativo indica la presenza di punti di debolezza in ambito governativo, mentre un valore positivo evidenzia il grado di eccellenza delle pratiche

---

<sup>33</sup> [http://www.riskmetrics.com/sites/default/files/GRId\\_Tech\\_Doc.pdf](http://www.riskmetrics.com/sites/default/files/GRId_Tech_Doc.pdf)

di governance adottate da un'impresa. Ogni risposta si caratterizza per avere un peso personalizzato all'interno del sistema di valutazione, in modo da descrivere dettagliatamente le varie sfumature che contraddistinguono il mercato. Per esempio, la domanda 77, riguardante l'elezione annuale di tutti gli amministratori, assume un peso significativo nel contesto economico statunitense e canadese poiché è considerata una delle best practices fondamentali. Tuttavia, in Canada la domanda assume un peso superiore (50% rispetto al 33,3% nel caso statunitense) in quanto l'attenzione viene focalizzata sulla differente modalità di elezione. La somma ponderata di ciascuna categoria o sotto sezione viene poi normalizzata su una scala da 0 a 100 allo scopo di fornire un punteggio di facile comprensione. La fase finale di questo processo coincide con l'interpretazione delle informazioni ottenute e l'indicazione del livello generale e specifico di preoccupazione derivante dalla presenza o meno di punti di debolezza nelle questioni di corporate governance. I tre livelli previsti da GRId sono:

- *low concern*: il livello di preoccupazione è basso e le pratiche governative sono perfettamente in linea, o addirittura superano, gli standard previsti dal mercato o dall'agenzia di rating;
- *medium concern*: alcune pratiche non sembrano essere in linea con gli standard di riferimento, ma la situazione globale

non sembra presentare incongruenza abbastanza gravi da provocare una preoccupazione significativa;

- *high concern*: una situazione di questo tipo indica la presenza di rilevanti anomalie nella gestione aziendale che dovrebbero essere tempestivamente affrontate per evitare il sopraggiungere di una crisi aziendale nel lungo termine.

La figura a pagina seguente riporta il quadro riassuntivo di GRId riguardante la composizione del consiglio di amministrazione. Come si può notare, nella parte superiore viene mostrato il livello generale di preoccupazione (in questo caso alto) e nella parte sottostante vengono elencati i fattori analizzati con i relativi giudizi. La freccia di colore verde sta ad indicare un punto a favore di una buona politica di governance. Una freccia di colore rosso, al contrario, mostra un elemento negativo ed è indice di una cattiva gestione aziendale.

Figura 2 - Quadro riassuntivo dei livelli di concern di GRId

Board Structure ○○● HIGH CONCERN	
Factor	Impact
75% of the board is independent and was elected by shareholders	←
All directors attended at least 75% of the board meetings or had a valid excuse for absences	←
The audit committee is 100% independent	←
0% of directors were involved in material RPTs	■
The company has a plurality vote standard without a director resignation policy	→
The Chairman is an executive director	→
There is no information regarding the independent composition of the nominating committee	→
There is no remuneration/compensation committee	→
The number of directors to receive withhold/against votes of 50% or greater at the last annual meeting is not disclosed	→

### 9.4.3 The Corporate Library

The Corporate Library (TCL) nasce nel 1999 grazie a Nell Minow e Robert Monks, i co-fondatori di Institutional Shareholder Services.

TCL nasce e si sviluppa come una società indipendente di ricerca nel campo della corporate governance e opera soprattutto nel mercato statunitense e canadese<sup>34</sup>. Fra i servizi offerti, il più importante in ambito di corporate governance è sicuramente il *Board Analyst*, il quale

<sup>34</sup> The Corporate Library, <http://www.thecorporatelibrary.com/info.php?id=67#wctl>

rappresenta la più vasta fonte di ricerca riguardante le pratiche di governo aziendali.

Il Board Analyst offre informazioni riguardanti più di 3.200 società incluse negli indici S&P 500, S&P MidCaps 400, S&P SmallCaps 600, Fortune 1000, Russell 3000 e S&P/TSX 60.

In tale indice si possono trovare informazioni riguardanti la composizione del consiglio di amministrazione, il piano remunerativo, i diritti degli azionisti e una serie di altre informazioni relative all'efficienza delle pratiche governative in uso. Inoltre, TCL offre ulteriori servizi per incrementare la qualità informativa dei dati riguardanti la governance e aiutare i propri clienti a conoscere ed interpretare nel migliore dei modi i continui mutamenti del contesto economico di riferimento. Tra questi possiamo ricordare:

- *Proprietary Governance Ratings*: uno strumento che offre una valutazione quantitativa della governance ed evidenzia con delle "bandiere rosse" eventuali inefficienze all'interno del consiglio di amministrazione;
- *LeaderBoard*: un database contenente informazioni riguardanti lo sviluppo delle pratiche di governance globali relative alle aziende incluse nell'indice S&P Global 1200;
- *Compensation Research*: un potente strumento di ricerca che permette ai clienti di TCL di accedere ai dati comparativi tra imprese e tra dirigenti e amministratori di varie società;

- *Proprietary Research Reports*: report, indagini e studi di approfondimento realizzati da professionisti del settore e disponibili esclusivamente presso TCL.

Per quanto riguarda esclusivamente la valutazione della governance, TCL predispone un modello di rating che si dissocia dalle pratiche di governo standard, ma prende in considerazione l'impatto reale che ogni singola variabile amministrativa può esercitare sul valore dell'impresa. La valutazione prende in considerazione quattro principali categorie, ciascuna delle quali si concentra su un aspetto chiave del processo decisionale. Tali categorie riguardano:

- composizione del consiglio di amministrazione e piani di successione aziendale;
- piano remunerativo;
- difese in caso di acquisizione;
- contabilità.

A ciascuna società viene assegnato un punteggio qualitativo su una scala da A ad F. Le diverse lettere rappresentano i differenti gradi di efficacia che una società può raggiungere in relazione alle categorie sopra elencate, in particolare:

- score A – per ottenere un punteggio pari ad A, una società non deve presentare punti di debolezza nelle quattro categorie previste e deve eccellere almeno in due di esse. Inoltre, la società deve aver mantenuto un andamento di mercato costante negli ultimi tre anni.

- Score B – per raggiungere questo livello è sufficiente la mancanza di elementi negativi riguardo alla governance, non essendo necessario raggiungere un livello di eccellenza nelle varie categorie.
- Score C – un punteggio pari a C evidenzia un grado di rischio di governance moderato, dovuto alla presenza di particolari punti di debolezza in una delle categorie valutate.
- Score D – il punteggio D viene assegnato alle società nelle quali sono stati individuati problemi significativi in due o più categorie. In questo caso, ovviamente, il rischio riguardante la governance è molto alto.
- Score F – le imprese di livello F sono racchiudibili in due gruppi. Il primo comprende quelle società in cui il management ha conseguito un controllo effettivo e conduce la propria attività a scapito degli azionisti di minoranza. Il secondo include le imprese valutate C o D che in seguito a particolari eventi negativi sono cadute in situazioni di bancarotta o fallimento.

#### **9.4.4 Standard and Poor's**

Con i suoi uffici diffusi in 23 paesi e una storia di oltre 150 anni, Standard & Poor's rappresenta, per gli investitori di tutto il mondo, il

leader nella valutazione del rischio finanziario di un'impresa<sup>35</sup>. Oggi Standard & Poor's si impegna a fornire agli investitori una vasta gamma di informazioni sotto forma di indici, rating, valutazioni di rischio allo scopo di aiutarli nelle loro scelte di investimento. Dal punto di vista della governance, S&P ha dato vita al Corporate Governance Scoring Service, un processo di valutazione che confronta le pratiche di governo aziendale con gli standard previsti a livello mondiale. I punteggi assegnati dal CGS si articolano su una scala da 1 (punteggio più basso) a 10 (punteggio più alto) ed esprimono il grado di conformità delle pratiche governative di un'azienda ai codici e alle linee guida stabilite a livello generale. Ogni azienda, inoltre, riceve un punteggio relativo ad ognuna della quattro categoria analizzate, ovvero:

- struttura proprietaria;
- relazioni con gli stakeholder finanziari;
- trasparenza finanziaria ed informativa;
- struttura del consiglio di amministrazione.

I punteggi assegnati dal CGS sono comparabili su scala globale. Ciò significa che due società con lo stesso punteggio vengono considerate allo stesso modo in termini di governance, anche se appartengono a paesi o settori differenti. Un approccio di questo tipo, tuttavia, pone una serie di problematiche relative alle differenti legislazioni e al diverso contesto economico caratterizzante un determinato paese. La raccolta dei dati e delle informazioni necessarie ai fini del calcolo dell'indice di

---

<sup>35</sup> Standard & Poor's, <http://www.standardandpoors.com/about-sp/main/en/us/>

governance avviene, come per le altre agenzie, attraverso due fasi distinte. Nella prima fase l'agenzia analizza i principali documenti economici messi a disposizione da una società tramite il proprio sito web o pubblicati su apposite riviste specializzate. Nella seconda fase l'agenzia cerca di incrementare la qualità dei dati attraverso l'effettuazione di interviste e sondaggi nei confronti degli individui situati in posizioni chiave all'interno dell'azienda.

**Tabella 1 - Tabella riassuntiva d'esempio CGS**

<b>Standard &amp; Poor's Corporate Governance Score</b>	
<b>Società</b>	<b>BP PLC</b>
<b>Nazione</b>	<b>United Kingdom</b>
<b>Data</b>	<b>18 dicembre 2001</b>
<b>CGS Generale</b>	<b>CGS-9.6 (maximum 10)</b>
<b>Struttura proprietaria</b>	<b>10.0 (maximum 10)</b>
<b>Relazioni con gli stakeholder finanziari</b>	<b>9.3 (maximum 10)</b>
<b>Trasparenza finanziaria ed informativa</b>	<b>9.7 (maximum 10)</b>
<b>Struttura CdA</b>	<b>9.5 (maximum 10)</b>

Recentemente Standard & Poor's ha introdotto un nuovo indice di governance chiamato GAMMA (acronimo di Governance, Accountability, Management Metrics & Analysis)<sup>36</sup> che prende in considerazione un insieme di variabili maggiore rispetto al CGS e viene utilizzato soprattutto nei mercati in via di sviluppo. L'indice in questione, infatti, è rivolto agli investitori azionari desiderosi di entrare nei mercati emergenti e si concentra sulla valutazione dei rischi non finanziari, fra i quali il rischio relativo alla corporate governance. Oltre agli investitori azionari, l'analisi GAMMA può risultare utile anche a creditori, dirigenti aziendali, assicuratori, intermediari finanziari, consulenti, analisti e accademici.

L'indice GAMMA si concentra su una serie di rischi variabili in relazione alla probabilità che alcuni eventi possano o meno accadere e all'impatto che questi ultimi possono avere sul valore azionario. Di conseguenza, l'analisi mira a determinare le aree più vulnerabili sottoposte a potenziali perdite di valore attribuibili a carenze nella governance aziendale. Una metodologia di questo tipo consente di includere nell'analisi gli aspetti riguardanti la gestione del rischio nel lungo periodo e alla pianificazione del processo strategico. L'indice GAMMA permette alle imprese di ottenere una serie di benefici, in particolare:

- consente di valutare l'efficacia della struttura proprietaria e dirigenziale al fine di minimizzare i rischi relativi ad una cattiva gestione;

---

<sup>36</sup> Standard and Poor's,  
[http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/equity/gamma\\_eng\\_2.pdf](http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/equity/gamma_eng_2.pdf)

- facilita la comparazione delle pratiche governative fra imprese appartenenti a differenti paesi o settori;
- incrementa il livello informativo dal punto di vista qualitativo e quantitativo, informando gli investitori riguardo al rischio legato alla governance.

Allo stesso modo del Corporate Governance Score, l'indice GAMMA assegna un punteggio da 1 a 10 e focalizza il proprio processo di calcolo su quattro principali categorie:

- influenza degli azionisti;
- diritti degli azionisti;
- trasparenza, controllo e ERM;
- efficienza amministrativa, processo strategico e incentivi.

La valutazione inizia con la raccolta dei dati che, come per il CGS e gli altri indici analizzati, comincia con l'analisi dei documenti aziendali messi a disposizione dall'azienda e si conclude con una serie di interviste rivolte agli uomini chiave della gerarchia aziendale. Il processo si conclude con l'assegnazione di un punteggio elencante i vari punti di forza e di debolezza di un'azienda in relazione al grado di rischio evidenziato.

## 9.5 IL RATING ETICO ED IL RATING ESG

Il rating ESG analizza il mercato attraverso tre specifici driver: quello ambientale (Environmental), quello sociale (Social) e quello della governance appunto (Governance).

L'ottica di questo sistema di rating rientra nel più ampio contesto del *"rating etico"*.

Borsa Italiana dedica a questa parte un apposito spazio sul web che denota la rilevanza assunta sullo scenario della finanza.

La definizione di rating etico che viene fornita da Borsa Italiana stessa è la seguente: *"il rating etico è una metodologia di classificazione dei titoli obbligazionari e delle imprese che tiene conto non solo dei parametri finanziari, ma anche del livello di responsabilità sociale e ambientale delle imprese"*.<sup>37</sup>

Appare evidente l'ampliamento del margine di valutazione nei confronti di un'impresa: non contano solo ed esclusivamente aspetti numerici, ma anche la qualità di alcuni fattori.

L'attribuzione di "società etica" si basa sull'analisi di nove ambiti:

- Informazioni generali sull'impresa, per meglio comprendere il contesto in cui essa opera e quali attività svolge.
- Corporate governance, con un'attenta valutazione degli strumenti posti a tutela degli azionisti.

---

<sup>37</sup> <http://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-etica/rating-etico/introduzione/rating-etico-intro.htm>

- Ambiente, con correlata analisi delle politiche di tutela ambientale, gestione dei certificati e conformità alla legge.
- Etica nel business, per capire se e quali politiche atte a prevenire il compimento di reati come la corruzione vengono adottate dall'impresa.
- Clienti, analizzando il livello di attenzione prestato ad aspetti come la qualità o la sicurezza dei prodotti.
- Diritti umani e catena di fornitura, vale a dire tutti i processi di selezione dei fornitori e l'eventuale apertura ad intrattenere rapporti con fornitori del terzo mondo.
- Collettività.
- Dipendenti, dal punto di vista della tutela della sicurezza sui luoghi di lavoro piuttosto che della possibilità che si verifichino casi di sfruttamento minorile.
- Attività controverse.

La metodologia ESG è stata sviluppata per supportare le scelte di investimento ma anche per favorire la legittimazione tra il pubblico delle società che lo meritano.

L'approccio ESG è ampiamente diffuso nel mondo ed è utilizzato soprattutto dagli investitori istituzionali (in particolare i fondi pensione) che devono selezionare accuratamente gli investimenti da effettuare.

I vantaggi riconosciuti a tale strumento sono riconducibili innanzitutto alla possibilità di continuare ad effettuare investimenti nell'ottica del

lungo periodo, tenendo però in considerazione altri fattori oltre a quelli classici di tipo finanziario<sup>38</sup>. I criteri ESG non costituiscono perciò un ostacolo; al contrario rappresentano una possibile integrazione alle scelte di investimento, in virtù del fatto che si considerano fattori potenzialmente portatori di rischi non valutati nelle analisi tradizionali. In termini di governance l'analisi ESG si sofferma sulla struttura del governo societario, sul grado di indipendenza degli organi preposti al controllo interno e le politiche commerciali e remunerative poste in essere dalla società<sup>39</sup>.

## **9.6 IL RATING DELL'AGENZIA EUROPEA DI INVESTIMENTI STANDARD ETHICS (RATING AEI)**

L'Agenzia Europea di Investimenti Standard Ethics è un Gruppo di Interesse Economico Europeo (GEIE) con lo scopo di divulgare i principi emanati dall' ONU, dall'OCSE e dall'UE in tema di Responsabilità Sociale.

L'attività consiste nell'emissione e nella pubblicazione, attraverso comunicati stampa e siti internet, di rating alle società quotate e non.

---

<sup>38</sup> . M. Calcaterra, *Governance, si può misurare? Quanto vale una buona governance e quanto pesa quella cattiva?* ECPI – Gruppo Mittel, materiale disponibile on-line, [http://www.nedcommunity.com/allegati/200910262034440.Presentazione\\_Calcaterra.pdf](http://www.nedcommunity.com/allegati/200910262034440.Presentazione_Calcaterra.pdf)

<sup>39</sup> M. Calcaterra, *Investimenti, trasparenza ed eticità*, ARPA Rivista n. 3, 2009, pag.17.

L'elaborazione dei rating da attribuire alle imprese si basa sulle informazioni raccolte tramite pubblicazioni ufficiali delle stesse società oppure da atti pubblici delle Autorità di Vigilanza e controllo, dell'ONU, dell'OCSE e dell'UE, con particolare riferimento ai principi di buona governance<sup>40</sup>, etica e responsabilità d'impresa.

Il rating emesso è composto da una valutazione ad otto livelli:

il rating massimo attribuibile, "EEE" (dove la E corrisponde ad Etica), è quello che spetta all'impresa modello; seguiranno poi i rating EEE-, EE+, EE, EE-, E+, E, E-.

Un'impresa verrà considerata "media" qualora riceva un rating pari a EE-, precisando che tale valutazione è comunque considerata positivamente, mentre la singola "E" rappresenta la soglia oltre la quale un'impresa viene considerata sotto la media.

Nel caso in cui un'impresa presenti dei valori significativamente distanti da quelli proposti, come riferimento l'Aei procede ad includerla tra gli emittenti cosiddetti "sospesi".

"Sospesi" risulteranno anche quegli emittenti che devono ancora fornire informazioni o chiarimenti utili al fine dell'emissione del rating.

In questo senso l'Agenzia Standard Etichs fornisce una precisa elencazione degli indicatori che un'impresa deve prevedere per vedersi assegnato un rating EEE.

---

<sup>40</sup> I principi di Corporate Governance dell'OCSE definiscono i cardini su cui poggia la Corporate Governance e sono: i diritti degli azionisti, l'equo trattamento dei soci, il ruolo dei portatori d'interesse nell'azienda, la responsabilità del CdA e la trasparenza e la comunicazione. Cfr. OECD Principles, 2004.

Deve, innanzitutto, essere espressamente previsto nello statuto il rispetto della Dichiarazione<sup>41</sup> universale dei diritti umani dell'ONU, così come l'adeguamento alle norme disciplinanti la responsabilità sociale d'impresa emanate dalle tre organizzazioni sopra citate, soprattutto in fatto di governance.

L'impresa modello dovrà inoltre mostrare di:

- avere una posizione competitiva e non di monopolio (o con cartelli);
- possedere un capitale liberamente quotato, che non presenti eventuali restrizioni all'esercizio dei diritti (es. patti di sindacato);
- avere una proprietà diffusa che non presenti conflitti di interesse;
- prevedere la presenza di amministratori indipendenti dalla proprietà la cui attività sia disciplinata da codici di condotta che ne favoriscano la trasparenza dell'operato;
- possedere apposite procedure volte al monitoraggio sul rispetto dei principi generalmente accettati sul tema sociale ed ambientale;

in ambito della governance, l'Aei considera come fattori positivi i seguenti elementi:

- una selezione del personale (anche di alto livello, dirigenziale ad esempio) che sia trasparente;
- un organo di controllo interno indipendente dalla società, che abbia instaurato un rapporto con l'Assemblea imperniato sulla

---

<sup>41</sup> Approvata il 10 Dicembre 1948.

costante comunicazione, soprattutto in relazione all'operato del CdA conforme ai principi di buona governance, contabilità e finanza internazionale;

- uffici di relazioni esterne, preposti alla comunicazione con i terzi, per garantire la trasparenza sull'informativa societaria.

### **9.6.1 Uno studio dell'Aei sulle società quotate italiane<sup>42</sup>**

Uno studio effettuato nel 2005 sulle società quotate italiane appartenenti all'indice SP-MIB 40, permette di comprendere le modalità di costruzione del modello di rating.

L'Aei precisa che nell'elaborazione di tale studio si è tenuto conto solo delle variabili riferibili alla governance, tralasciando invece l'insieme degli item riconducibili alla più generale disciplina della responsabilità sociale d'impresa.

L'indice AEI della Corporate Governance è stato costruito sull'analisi di 40 variabili.

Tali 40 variabili derivano innanzitutto dall'individuazione di due macro – aree su cui basare il modello, che sono:

- la gestione della proprietà;
- la gestione dell'amministrazione.

Ciascuna delle due aree è suddivisa in ulteriori 4 campi, per un totale di 8 campi.

---

<sup>42</sup> Ufficio Studi AEI, *La corporate governance delle maggiori società quotate italiane – Studio sull'Indice Sp-Mib 40*, [http://www.agenziaeuropea.it/AEI\\_STUDIO\\_SPMIB40\\_0050309](http://www.agenziaeuropea.it/AEI_STUDIO_SPMIB40_0050309)

Ad ogni singolo campo d'indagine sono stati assegnati 5 possibili risultati, per un totale di 40 variabili. In realtà le variabili effettive considerate risultano essere 44, poiché nell'ambito dei patti parasociali e degli organi di controllo si è resa necessaria la specificazione di ulteriori due variabili per ciascuna delle due citate.

La scala di valutazione va da A ad E, e segue un ordine decrescente rispetto alla qualità.

La gestione della proprietà è stata suddivisa in:

- *peso del mercato*<sup>43</sup>, con le possibili seguenti valutazioni:
  - A. peso del mercato maggiore dell'85%;
  - B. peso del mercato maggiore del 67%;
  - C. peso del mercato compreso tra il 50 ed il 67%;
  - D. peso del mercato compreso tra il 33 ed il 50%;
  - E. peso del mercato inferiore al 33%.
- *accordi parasociali*<sup>44</sup>, con specificazione del capitale votante sottoposto al patto:
  - A. assenza di accordi;
  - B. accordi parasociali su meno del 33%;

---

<sup>43</sup> Quota azionaria.

<sup>44</sup> "I patti parasociali sono uno strumento comune che permette 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 il blocco più rilevante di azionisti.. Questi patti conferiscono generalmente ai loro aderenti diritti preferenziali per l'acquisto di azioni, se altri partecipanti al patto desiderano cederle. Tali patti possono anche contenere disposizioni che impongono ai partecipanti al patto di non vendere le proprie azioni per un determinato periodo. I patti parasociali possono riguardare questioni come le modalità di selezione dei membri del consiglio di amministrazione o del suo presidente. I patti possono ugualmente prevedere l'esercizio concordato del diritto di voto da parte degli aderenti al patto". Principi di governo societario dell'Ocse, 2004.

- C. accordi parasociali su una percentuale compresa tra il 33 ed il 50%;
- D. accordi parasociali su una percentuale tra il 50 ed il 67%;
- E. accordi su più del 67%.

Il tema dei patti parasociali interessa particolarmente la realtà italiana, in quanto la loro pratica è ampiamente diffusa, tant'è che anche il TUF dedica loro due articoli, il 122, per definirne i requisiti per la loro validità, ed il 123 per definire la durata ed il diritto di recesso.

Vengono, inoltre, differenziate le tipologie e l'oggetto del patto, a seconda della previsione accordi, di quali siano gli obiettivi a cui i patti mirano e la possibilità che gli accordi vincolino i partecipanti a concordare preventivamente le proprie posizioni in materia assembleare.

- *peso del maggiore azionista:*
  - A. partecipazione del maggiore azionista inferiore al 5%;
  - B. partecipazione del maggiore azionista inferiore al 33%;
  - C. partecipazione del maggiore azionista compresa tra il 33 ed il 50%;
  - D. partecipazione del maggiore azionista compresa tra il 50 ed il 67%;
  - E. partecipazione del maggiore azionista superiore al 67%.

- *caratteristiche del maggiore azionista:*
  - A. il maggior azionista è ininfluenza (detiene una partecipazione inferiore del 5%)
  - B. il maggior azionista è un investitore di lungo periodo;
  - C. il maggior azionista è un investitore con altre attività potenzialmente in conflitto;
  - D. il maggior azionista svolge attività dirette nello stesso mercato (o ha altre partecipazioni rilevanti)<sup>45</sup>;
  - E. il maggior azionista svolge attività dirette nello stesso mercato (o ha altre partecipazioni rilevanti), vincolato dallo Stato o regolato da Concessioni statali.

In merito alla gestione dell'amministrazione, le variabili specifiche sono:

- *grado di indipendenza del/i consigliere/i esecutivo/i.*

Nelle diverse valutazioni possibili si tiene conto di eventuali legami familiari del/i consigliere/i con la proprietà, della detenzione di partecipazioni rilevanti nella Società, della possibilità di cumulo con altri incarichi rilevanti nella struttura societaria, della presenza di altri evidenti conflitti d'interesse, della previsione

---

<sup>45</sup> L'art. 120 del Tuf definisce le partecipazioni rilevanti: " *coloro che partecipano in un emittente azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine in misura superiore al due per cento del capitale*" e ancora " *gli emittenti azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine che partecipano in misura superiore al dieci per cento del capitale in una società con azioni non quotate o in una società a responsabilità limitata, anche estere [...]*".

di un organo interno di controllo indipendente regolato da apposito codice di condotta a cui il soggetto è sottoposto.

In questo caso si andrà ad assegnare "A" qualora non si riscontrino nessuna delle situazioni previste e man mano che alcune di esse si presentano il punteggio andrà a diminuire, sino alla soglia della "E", che indicherà una situazione negativa, in cui il consigliere presenta legami familiari con la proprietà oppure detiene partecipazioni rilevanti, senza che sia inoltre sottoposto ad alcun controllo.

- *Grado di indipendenza del Consiglio di Amministrazione.*

Anche per questa categoria l'indagine sarà volta a verificare l'esistenza di evidenti situazioni di conflitto d'interesse.

Per prima cosa si verificherà se la maggioranza dei componenti del consiglio sia esecutiva o meno, valutando positivamente la seconda ipotesi, si rileveranno la presenza di legami familiari con la proprietà, la detenzione di partecipazioni rilevanti, situazioni di conflitti d'interesse, l'eventualità che i membri del CdA siano sottoposti al controllo di un organo interno indipendente regolato da codici di condotta.

Come prima, una valutazione pari ad "A" sarà molto positiva, in quanto denoterà l'indipendenza dei membri del consiglio, l'assenza di legami e comunque in generale l'assenza di conflitti d'interesse. La "E" sarà invece assegnata nel caso contrario.

- *Grado di indipendenza e poteri della funzione di controllo* ( con specificazione di una variabile “Caratteristiche dei comitati e degli Organi di Controllo” e una denominata “Caratteristiche dei Codici di Condotta o Codici Etici”).

In questa sede viene valutata la presenza di un Ufficio addetto alla verifica dell’applicazione delle norme interne da parte dei membri del CdA, dei sindaci, dei revisori e dei Comitati interni (a patto che siano attivi). In relazione a questi ultimi sarà importante valutare la qualità dei componenti, in merito soprattutto al loro grado di indipendenza (che sarà valutato seguendo i criteri adottati per l’indipendenza degli amministratori).

Il miglior caso che si possa presentare è quello in cui è presente l’Ufficio Compliance, sono attivi i comitati interni e di controllo, composti solo da Consiglieri Non esecutivi ed indipendenti. Al contrario, il caso peggiore sarà quello che non prevede né l’Ufficio compliance, né i comitati interni.

Si ricorda che questi ultimi non sono obbligatoriamente richiesti dalle norme di legge, ma una loro presenza e una loro funzionalità è sicuramente valutata con molto favore.

Un’apposita variabile è stata poi dedicata alla valutazione dei Codici di condotta, non obbligatori ma valutati positivamente,

poiché sintomo di una particolare attenzione prestata a garanzia della trasparenza e della tutela verso terzi.

Si rimarca come non basti l'esistenza di tale codice; esso deve anche e soprattutto essere vincolante nei confronti degli amministratori, periodicamente aggiornato dall'Ufficio *compliance* a cui si faceva riferimento precedentemente, per renderlo coerente con i principi sanciti in materia di corporate governance e per far sì che della sua vigilanza non se ne occupino direttamente gli amministratori.

Ultima variabile prese in considerazione

- *comunicazione e la rendicontazione.*

L'attività di comunicazione è cresciuta nel corso del tempo e diversi sono gli obblighi emersi a suo carico da questo punto di vista.

È quindi importante verificare se e cosa effettivamente viene pubblicato a favore dei terzi, con che periodicità (trimestrale o annuale ad esempio), in merito soprattutto al cumulo degli incarichi, alle retribuzioni degli amministratori e dei dirigenti, ai legami familiari e ai rischi aziendali.

Un buon livello di informativa gioca a favore della società, poiché è visto come uno strumento che potrebbe risultare un fattore attrattivo per chi deve decidere se effettuare o meno investimenti in una data società.

Individuate le variabili di indagine, si procede all'assegnazione di un punteggio finale a ciascuna delle macro – voci, per giungere poi ad un punteggio finale come media dei due precedenti.

## 9.7. L'ACCOUNTABILITY RATING

L'Accountability Rating, sviluppato dall'istituto internazionale di ricerca da cui prende il nome (*Accountability*) e implementato, in Italia, dalla Società SCS Consulting.

Gli ambiti in base ai quali viene emesso un rating sono molteplici.

La denominazione di questo rating denota il riferimento all'*accountability*, intesa "*capacità di un'organizzazione di spiegare e giustificare le proprie azioni e di assumersi la responsabilità delle conseguenze di tali azioni*"<sup>46</sup>.

Il rating in questione si occupa di valutare le imprese rispetto a quattro aree, o "*domini*" come vengono definiti:

- il primo è quello che riguarda la *strategia*; in particolare si valuta il livello di considerazione da parte della società delle performance e degli obiettivi extra-finanziari nella definizione della strategia aziendale. Nello specifico, saranno valutate:

---

<sup>46</sup> A Gasperini, V. Fazio, "*Il rating degli indicatori non finanziari*", Rivista Aiaf, n. 71, 2009, pag. 40.

- la *strategia di settore*, intendendo il grado di consapevolezza che l'azienda ha circa gli impatti che i prodotti ed i servizi offerti possono creare a livello extra-finanziario (si parla in questo caso di tematiche sociali, ambientali e socio-economiche);
  - la *leadership*, vale dire l'impegno profuso nella progettazione di prodotti che rispettino le esigenze ambientali e sociali;
  - il *ruolo proattivo* svolto dall'azienda nel promuovere le tematiche legate alla sostenibilità.
- Il secondo ambito d'indagine è quello che maggiormente ci interessa ed è quello della *governance* e dei sistemi di gestione (governance and management system); si tratta in questo caso di comprendere come gli interessi degli stakeholder vengano tenuti in considerazione al momento della definizione delle strategie e come in concreto le aspettative vengano trasferite nelle procedure e nei sistemi di gestione adottati dall'impresa.

L'analisi riguarda:

- la governance dell'impresa;
- le politiche di remunerazione del board legate al raggiungimento di obiettivi di carattere ambientale o socio-economico;

- l'esistenza di appositi codici di condotta che descrivono come l'azienda si comporta di fronte alle tematiche ambientali, sociali ed etiche;
  - la trasparenza del modello di business e della strategia dell'impresa;
  - le pratiche attuate dal CdA e la descrizione formale delle sue responsabilità;
  - la presenza di sistemi di gestione qualificati (in tema di qualità, sicurezza e responsabilità sociale);
  - politiche e linee guida che orientino un comportamento del personale idoneo rispetto a questioni extra-finanziarie come l'ambiente, la corruzione, il rispetto dei diritti umani, etc...;
  - i meccanismi con cui vengono gestite le joint venture, gli investimenti e le misure adottate per garantire pratiche di approvvigionamento responsabili;
  - assegnazione delle responsabilità a vari livelli organizzativi, circa temi quali la gestione degli impatti ambientali o socio-economici;
  - il livello di formazione in merito alle questioni sopra citate;
  - la definizione di quelli che sono gli obiettivi extra-finanziari;
  - la misurazione delle performance ambientali e sociali, tramite appositi indicatori.
- Il terzo fattore di analisi riguarda, invece, il *coinvolgimento degli stakeholder*, con riferimenti:

- al livello di *disclosure* pubblica che comprenda un sistema di reporting e rendicontazione verso l'esterno;
  - alla trasparenza rispetto alle performance passate;
  - alla descrizione della mappatura degli stakeholder;
  - al grado di comprensione e considerazione delle loro esigenze ed aspettative, nonché ai metodi per una loro possibile gestione;
  - alle metodologie, sia quantitative che qualitative, utilizzate per l'attività di coinvolgimento degli stakeholder;
  - a quali siano i processi di identificazione dei temi più importanti e quale sia il livello di confronto su di essi.
- L'ultimo dominio considerato è quello della performance operativa. Questo ambito è quello che consente una verifica dell'effettiva applicazione di quanto dichiarato, in quanto va a misurare l'efficacia dell'implementazione delle strategie, dei processi di coinvolgimento degli stakeholder ed i sistemi della gestione che vengono dichiarati come propri della realtà aziendale.

Come esempio si cita l'analisi sul tasso di assenteismo, il numero di incidenti, la diversity nel board e tra il personale o ancora i benefici ottenuti dagli stakeholder in seguito all'adozione di iniziative legate alla responsabilità d'impresa.

La metodologia prevede che a ciascuna delle quattro aree analizzate sia attribuito un pari peso, del 25%. Tale decisione è giustificata dalla convinzione che tutti e quattro gli ambiti ricoprano un ruolo altamente rilevante per un'impresa che voglia risultare qualitativamente valida dal punto di vista della responsabilità.

Le domande attraverso le quali si sviluppa l'indagine sono di diverso tipo, precisamente tre.

La prima tipologia è quella delle cosiddetti domande binary, vale a dire quelle le cui uniche risposte possibili sono sì o no. La particolarità di queste domande è che sono di tipo generico, valgono quindi per tutti i settori.

Contrariamente a questo tipo vi è quello delle cosiddetti "domande material"<sup>47</sup>, che sono invece specifiche per ciascun settore, per capire se un'impresa è consapevole delle tematiche che riguardano prettamente la realtà in cui opera.

Vi sono infine le cosiddetti "domande di contesto", che si differenziano per essere domande aperte e per valutare complessivamente la performance nel settore di appartenenza, in un'ottica di benchmark con i principali concorrenti.

---

<sup>47</sup> Un esempio di domanda material per il settore industriale potrebbe essere legata agli effetti provocati sulla comunità locale o gli effetti sull'ambiente. A Gasperini, V. Fazio, *"Il rating degli indicatori non financial"*, Rivista Aiaf, n. 71, 2009, pag. 42.

## 9.8 IL DEMINOR RATING<sup>48</sup>

Un ulteriore sistema di valutazione della governance viene offerto dalla Deminor, la prima società europea che fornisce supporto agli azionisti di minoranza<sup>49</sup>.

La procedura seguita dalla società prevede di chiedere ai propri clienti di esprimere un'indicazione circa i criteri che essi stessi ritengono idonei per considerare "buona" una governance e dai risultati di tale richiesta la società individua l'insieme degli indicatori segnalati dagli investitori, per poi utilizzarli, successivamente, come parametri per la valutazione di un campione di società europee.

Le aree in cui vengono raggruppati tali indicatori sono quattro:

- diritti e doveri degli azionisti;
- meccanismi di difesa dai tentativi di acquisizione;
- trasparenza verso il mercato;
- struttura del consiglio di amministrazione e suo funzionamento.

All'interno di queste macro – categorie la società rileva la presenza o meno di numerosi altri fattori, tra i quali:

- la presenza di un azionista di maggioranza e di patti di sindacato;
- i sistemi attraverso i quali si stabiliscono la remunerazione e le incentivazioni a favore dei manager;

---

<sup>48</sup> E. Comelli, *"Deminor: Il vero controllore è l'azionista"*, articolo del 26/01/2004, CorriereEconomia, [http://archiviostorico.corriere.it/2004/gennaio/26/Deminor\\_vero\\_controllore\\_azionista\\_\\_ce\\_0\\_040126031.shtml](http://archiviostorico.corriere.it/2004/gennaio/26/Deminor_vero_controllore_azionista__ce_0_040126031.shtml)

<sup>49</sup> Deminor è l'acronimo di "Défense des minorités".

- la separazione tra la carica di Amministratore delegato e Presidente<sup>50</sup>;
- la presenza di consiglieri indipendenti nel Cda, l'indicazione di eventuali altri consigli in cui operano, il sistema della loro elezione;
- la gestione dei conflitti di interesse;
- l'indicazione dei rapporti con i revisori contabili, in particolare la durata del loro incarico, l'eventuale svolgimento di altre attività di consulenza da parte degli stessi, la loro remunerazione e il rapporto di proporzione rispetto all'incarico affidatogli (tutti aspetti disciplinati anche dagli artt. 159 e 160 del TUF);
- altro importante aspetto è quello legato alla quantità ed alla qualità delle informazioni che vengono messe a disposizione del pubblico. Tema quest'ultimo su cui il nostro Paese ha ancora ampi margini di miglioramento rispetto alle realtà internazionali, nonostante la situazione risulti migliore rispetto al passato.

Sono questi alcuni dei fattori considerati da Deminor, operante nella convinzione che, ad oggi, il comportamento adottato dagli investitori sia differente rispetto a prima quando la reazione tipica ad una "cattiva" gestione aziendale era la vendita delle azioni.

---

<sup>50</sup> Come da espressa raccomandazione della best practice internazionale riportata, a sua volta, dal Codice Preda.

Deminor ritiene vi sia la presenza di un atteggiamento attivo da parte di chi investe; il quale, se non è soddisfatto di come la gestione viene portata avanti, ha il diritto di far sentire la propria voce.<sup>51</sup>

## **9.9 CONFRONTO TRA I VARI MODELLI DI RATING**

Il rating etico, in particolare l'ESG rating punta l'attenzione su un più ampio raggio di aspetti rispetto agli altri modelli in quanto, oltre ad indagare la qualità della governance, analizza le imprese anche da un punto di vista ambientale e sociale per poter giungere a definire in generale "etica" un'impresa.

Rispetto agli altri modelli è possibile fare un'osservazione in merito al fatto che l'aspetto della governance non è in questo caso considerato in maniera così dettagliata come in altri modelli, poiché comunque gli aspetti considerati sono molteplici e di più ampio respiro.

Il modello dell'Agenzia Europea Standard Etiche, invece, focalizza maggiormente il suo campo di analisi verso la governance.

In merito al governo societario questo rating è incentrato sulle due principali categorie coinvolte nella tematica della governance, la proprietà e l'amministrazione, con particolari riferimenti ad aspetti tipici

---

<sup>51</sup> U. Mosetti, rappresentante in Italia di Deminor, [http://archiviostorico.corriere.it/2004/gennaio/26/Deminor\\_vero\\_controllore\\_azionista\\_\\_ce\\_0\\_040126031.shtml](http://archiviostorico.corriere.it/2004/gennaio/26/Deminor_vero_controllore_azionista__ce_0_040126031.shtml)

dei sistemi di governance europei e italiani, dove frequentemente si verificano fenomeni come la stipulazione di patti parasociali.

Altro aspetto su cui punta molto il modello dell'Aei è l'indipendenza, riferita in particolar modo ai diversi organi facenti parte dell'amministrazione (Cda, comitati)

L'Accountability rating si differenzia dagli altri modelli in quanto punta molto sull'analisi delle strategie adottate dall'impresa oggetto di valutazione e, per quanto riguarda la variabile governance, viene analizzata sempre tenendo in considerazione l'aspetto strategico.

La struttura del modello richiama la cosiddetti "stakeholder view", in quanto i campi di indagine su cui esso è strutturato sono specificamente utili a far comprendere quale sia il livello di considerazione delle attese degli stakeholder e quanto l'impresa sia in grado di rispettarle.

Anche in questo modello la corporate governance non rappresenta l'unico e principale oggetto di valutazione ma rientra nella costituzione del modello come una delle tante variabili che consentono di poter giudicare un'impresa dal punto di vista degli aspetti qualitativi che la contraddistinguono.

L'ultimo modello considerato, il Deminor, come suggerisce il nome stesso si concentra in maniera precisa sull'analisi del livello di tutela offerto agli azionisti di minoranza, e lo fa attraverso la previsione di indicatori legati a questo aspetto, considerando ad esempio le modalità di gestione di eventuali conflitti di interesse, la previsione di un azionista di maggioranza o ancora la stipulazione di patti di sindacato.

# **IL CORPORATE GOVERNANCE RATING**

## **10.1 OBIETTIVI DEL CORPORATE GOVERNANCE RATING**

Dopo aver delineato i contorni normativi entro i quali muoversi al fine di comprendere da che cosa e in che modo sia disciplinata la materia della corporate governance e successivamente aver introdotto l'importanza della governance rispetto la creazione di valore e in relazione alle performance aziendali si è passati ad analizzare in generale lo strumento del rating ed i suoi utilizzi.

Ha fatto seguito un ampio e più specifico riferimento ad una serie di modelli di rating sulla corporate governance utilizzati, soprattutto a livello internazionale, dalle agenzie di rating interessate proprio alla valutazione degli assetti societari e delle loro regole di funzionamento.

Questi aspetti rappresentano i presupposti necessari per poter implementare un modello di corporate governance rating CGR.

Nel seguito si farà riferimento ai passaggi attraverso i quali si è giunti alla costruzione del modello, ossia: la definizione di tutte quelle variabili ritenute significative per valutare le governance delle società analizzate, cercando di cogliere soprattutto le peculiarità caratterizzanti il contesto

nazionale, la descrizione delle fonti a cui attingere informazioni ed infine la descrizione dei criteri valutativi.

Prima di procedere all'analisi dettagliata delle fasi sopra citate è fondamentale definire, l'obiettivo generale a cui si vuole giungere grazie a questo tipo di modello.

Consultando materiale specializzato e scambiando pareri con chi lavora a stretto contatto con alcune di queste realtà ci aspettiamo, infatti, che il modello sia in grado di "segnalare" un' eventuale anomalia della società sottoposta ad analisi attraverso il rating ottenuto o ancor peggio attraverso un declassamento del rating. Il nostro scopo è perciò quello di verificare che il modello CGR possa confermare o smentire le aspettative che ci siamo creati circa i possibili esiti sulle governance della società analizzata.

## **10.2 I PARAMETRI DI VALUTAZIONE**

Per poter giungere alla costruzione completa del nostro modello si è fatto innanzitutto riferimento ai modelli di rating esposti nel nono capitolo, per poter cogliere in prima battuta gli elementi comunemente considerati indicativi del livello qualitativo di governance, oltre ovviamente ad individuarne di ulteriori.

La peculiarità che caratterizza il presente lavoro è quella di aver attribuito ai diversi parametri considerati un peso differente nonché

l'introduzione di punteggi negativi, aspetti che verranno comunque approfonditi successivamente.

Tra tutti i modelli trattati sono, in particolare, due quelli che presentano maggiori punti in comune con il nostro. Il riferimento è al modello dell'Agenzia Europea di Investimenti Standard Etichs ed il Deminor Rating.

Ovviamente non mancano riferimenti ai tanti parametri previsti dal Codice di Autodisciplina delle società quotate e dalle relazioni annuali sulla corporate governance che le società sono chiamate a redigere ai sensi dell'art. 124-bis del d.lgs. 58/98 (TUF).

Nel paragrafo 10.5 viene proposto l'elenco completo di tutti i parametri individuati raggruppati per sottoclassi e classi, al quale seguirà una spiegazione dei contenuti e delle tematiche a cui essi si riferiscono.

### **10.3 LE FONTI DEI DATI**

La raccolta dei dati utili alla compilazione del modello proposto è avvenuta consultando differenti documenti.

Si è fatto principalmente uso dei siti internet di Borsa Italiana, della Consob ed anche ovviamente della società oggetto dello studio, dai quali sono stati estratti i bilanci relativi agli esercizi 2002/2007-2009, le relazioni annuali del consiglio di amministrazione sulla corporate governance, gli statuti sociali, i codici di autodisciplina adottati dalle

società ed in generale tutte quelle informazioni contenute nelle sezioni "Investor relations" e "Corporate governance" dei siti web.

Vediamo nello specifico i singoli documenti utilizzati.

### **10.3.1 la relazione annuale sulla corporate governance**

La relazione sulla corporate governance rappresenta senza dubbio il documento primario a cui fare riferimento per trarre informazioni circa l'assetto di governo societario ed il suo funzionamento.

Ai sensi degli artt. 124 bis del TUF, 89 bis del Regolamento Emittenti Consob<sup>1</sup> e dell'art. IA.2.6. delle Istruzioni al Regolamento di Borsa le società quotate sono chiamate a redigere tale relazione al fine di comunicare ai terzi interessati lo stato di attuazione del Codice di Autodisciplina (Codice Preda) e, più in generale, tutte le informazioni inerenti il sistema di governo societario.

Per agevolare la sua redazione Borsa Italiana, nel febbraio 2008, ha predisposto un apposito format, la cui adozione non risulta tuttavia obbligatoria per le società, le quali possono decidere di adeguarvisi.

---

<sup>1</sup> Si tratta del Regolamento emanato dalla Consob con deliberazione n. 11971 del 1999 in materia di emittenti.

Di seguito si riporta l'indice dello schema proposto da Borsa Italiana.

## INDICE RELAZIONE SUL GOVERNO SOCIETARIO<sup>2</sup>

(format consigliato da Borsa Italiana)

### 1. PROFILO DELL'EMITTENTE

### 2. INFORMAZIONI sugli ASSETTI PROPRIETARI (ex art. 123 *bis* TUF)

- a. Struttura del capitale sociale*
- b. Restrizioni al trasferimento di titoli*
- c. Partecipazioni rilevanti nel capitale*
- d. Titoli che conferiscono diritti speciali*
- e. Partecipazione azionaria dei dipendenti: meccanismo di esercizio dei diritti di voto*
- f. Restrizioni al diritto di voto*
- g. Accordi tra azionisti*
- h. Nomina e sostituzione degli amministratori e modifiche statutarie*
- i. Deleghe ad aumentare il capitale sociale e autorizzazioni all'acquisto di azioni proprie*
- l. Clausole di change of control*
- m. Indennità degli amministratori in caso di dimissioni, licenziamento o cessazione del rapporto a seguito di un'offerta pubblica di acquisto*

---

<sup>2</sup> Il format e la guida alla compilazione della relazione annuale sulla corporate governance sono consultabili sul sito [www.borsaitaliana.it/documenti/regolamenti/corporategovernance/format](http://www.borsaitaliana.it/documenti/regolamenti/corporategovernance/format).

3. COMPLIANCE
4. ATTIVITA' DI DIREZIONE E COORDINAMENTO
5. CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE
  - 5.1 *Composizione*
  - 5.2 *Ruolo del consiglio di amministrazione*
  - 5.3 *Organi delegati*
  - 5.4 *Altri consiglieri esecutivi*
  - 5.5 *Amministratori indipendenti*
  - 5.6 *Lead independent director*
6. TRATTAMENTO DELLE INFORMAZIONI SOCIETARIE..
7. COMITATI INTERNI AL CONSIGLIO
8. COMITATO PER LE NOMINE
9. COMITATO PER LA REMUNERAZIONE
- 10.REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI
- 11.COMITATO PER IL CONTROLLO INTERNO
- 12.SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO
  - 12.1 *Amministratore esecutivo incaricato del sistema di controllo interno*
  - 12.2 *Preposto al controllo interno*
  - 12.3 *Modello organizzativo ex d.lgs. 231/2001*
  - 12.4 *Società di revisione*
  - 12.5 *Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari*

13.INTERESSI DEGLI AMMINISTRATORI E OPERAZIONI CON PARTI  
CORRELATE

14.NOMINA DEI SINDACI

15.COLLEGIO SINDACALE

16.RAPPORTI CON GLI AZIONISTI

17.ASSEMBLEE

18.CAMBIAMENTI DALLA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO DI RIFERIMENTO

### **10.3.2 Gli altri documenti utilizzati per raccogliere i dati**

Per la compilazione del modello si è fatto riferimento ad una moltitudine di documenti.

Questa operazione è risultata necessaria, in primis, per rilevare se la società avesse provveduto alla loro redazione ed alla loro pubblicazione a favore degli interessati (potendo così iniziare a valutare la completezza dell'informativa) e, in secondo luogo, per poter estrapolare le informazioni di nostro interesse.

Nel dettaglio i principali documenti a cui ci riferiamo sono:

- i bilanci degli esercizi 2002, 2007-2009, le relazioni rilasciate dalle società di revisione e dai collegi sindacali;

- i codici di autodisciplina, andando a verificare innanzitutto se le società hanno optato per la loro adozione e quali siano di fatto le disposizioni in essi contenute;
- gli statuti sociali;
- i regolamenti assembleari, qualora presenti;
- i principi di comportamento in caso di operazioni con parti correlate.

Non è mancato poi il ricorso alla consultazione di banche dati; nello specifico, quella a cui si è fatto riferimento è stata la banca dati AIDA<sup>3</sup> che ha agevolato la ricerca degli indici economico – patrimoniali, degli assetti proprietari e di altre informazioni di natura finanziaria.

## **10.4 Descrizione del Modello**

Il modello in questione è composto da 177 parametri, o metriche, che rappresentano sinteticamente le modalità gestionali adottate da una società (sia dal punto di vista della struttura di governo sia per quanto riguarda la composizione dell'azionariato e la gestione dell'area informativa).

Le tre principali categorie prendono in considerazione:

- assetti proprietari;

---

<sup>3</sup> [www.aida.bvdep.com](http://www.aida.bvdep.com)

- capacity and control;
- informativa.

Ad ognuna di queste categorie viene assegnato un peso differente, in relazione all'importanza che rivestono all'interno della struttura governativa aziendale. Sintetizzando: l'area informativa, per esempio, influisce solamente per il 20% sul punteggio totale poiché gran parte della documentazione messa a disposizione dalle società quotate è obbligatoriamente prevista dalla legislazione vigente. Le altre due categorie, al contrario, esercitano un impatto maggiore sulla governance aziendale e per questo motivo possiedono un peso nettamente superiore all'interno del processo di calcolo (entrambi pari al 40% sul totale). Successivamente verrà ripresa nello specifico la questione dei pesi e la metodologia di calcolo.

Verranno ora analizzare nel dettaglio le differenti categorie che compongono il modello.

### 10.4.1 Assetti Proprietari

La prima categoria analizza la struttura proprietaria di una società e comprende 56 domande/metriche suddivise in tre sottoclassi:

Sezioni	Numero Metriche	Pesi
Composizione azionariato	37	33,3%
Assemblea dei soci	8	33,3%
Tutela degli azionisti	11	33,3%

### ***composizione dell'azionariato:***

focalizza la propria attenzione sulla struttura del capitale sociale ed evidenzia l'esistenza, o la mancanza, di diritti e poteri in capo ai vari soci. In primo luogo viene indicata la presenza di un'azionista di riferimento (e di eventuali azionisti di minoranza) evidenziandone il numero di azioni possedute. In seguito l'analisi prosegue con la verifica della tipologia di azioni emesse (azioni ordinarie, azioni proprie, azioni con diritti speciali) e con la segnalazione di eventuali limiti o condizioni che possano vietarne il trasferimento, la circolazione o l'emissione. Oltre a questo, le variabili nel modello indagano sui possibili patti parasociali all'interno della società (indicandone il valore della quota), le priorità nella distribuzione degli utili e la possibilità di scalate ostili attraverso l'analisi della quota di capitale flottante sul mercato. Si verifica, inoltre, la presenza di diritti di opzione in caso di aumento di capitale e di diritti di prelazione in caso di trasferimento o cessione della partecipazione azionaria. Tale sezione, infine, valuta l'emissione di eventuali strumenti finanziari in grado di cambiare l'assetto proprietario, verifica la presenza di un fondo di *private equity* in posizione dominante rispetto agli altri azionisti e predispone due indici finanziari legati alla copertura del debito.

### ***Assemblea dei soci:***

racchiude una serie di variabili riguardanti l'assemblea dei soci e, in modo particolare, la presenza nello statuto di particolari quorum deliberativi o maggioranze qualificate per delibere inerenti a piani strategici o aumenti di capitale. In questa sezione, inoltre, viene assegnato un punteggio positivo nel caso in cui l'assemblea dei soci provveda all'approvazione dei piani pluriennali di indirizzo gestionale, all'approvazione di operazioni di finanziamento al di sopra di un certo importo e all'approvazione di eventuali cessioni o acquisizioni di partecipazioni in altre società.

### ***Tutela degli azionisti:***

prende in considerazione un insieme di variabili relative agli strumenti che incrementano la fiducia degli investitori. Il modello, per esempio, assegna un punteggio positivo nel caso in cui la società valutata aderisca ai principi previsti dal codice di autodisciplina, presenti un regolamento assembleare, adotti un proprio Codice Etico e il Modello Organizzativo ex d.lgs. 231/2001<sup>4</sup>. Un punteggio pari ad 1 è assegnato anche in presenza di una sezione dedicata all'Investor Relator, il soggetto incaricato da una società quotata della gestione dei rapporti con intermediari e investitori. La sezione prende inoltre in considerazione il sistema di nomina di consiglieri e sindaci, prevedendo

---

<sup>4</sup> Il D.Lgs. 231/2001 ha introdotto nel nostro ordinamento l'obbligo per le persone giuridiche di dover rispondere per i reati commessi all'interno della propria struttura. Le aziende, tuttavia, possono cautelarsi adottando e facendo rispettare particolari modelli di organizzazione e gestione interna, come il Modello Organizzativo.

un valore positivo qualora la nomina avvenisse tramite la presentazione di liste da parte degli azionisti.

Come è già stato detto, la categoria che si riferisce agli assetti proprietari assume un'importanza rilevante ai fini del processo di calcolo, poiché influisce per il 40% sul punteggio di governance totale. L'elevato peso attribuito a tale categoria è motivato dall'importanza che il modello assegna alla presenza di determinati strumenti a garanzia della tutela degli investitori e all'adeguatezza della struttura proprietaria. Una società, non essendo sottoposta ad un obbligo normativo, potrebbe decidere di non adottare il modello organizzativo o la figura *dell'investor relator* a scapito della tutela dei propri investitori. Per questo motivo, l'adozione di tali strumenti viene considerata dal modello come un punto estremamente favorevole e meritevole di un punteggio elevato.

#### **10.4.2 Capacity and Control**

La seconda categoria presente nel modello si focalizza sulla struttura di governo di una società, evidenziano le caratteristiche dei vari organi sociali e del soggetto incaricato del controllo contabile. Tale categoria si compone di 88 metriche differenti suddivise in 7 sottoclassi:

- consiglio di amministrazione;
- comitato esecutivo;
- comitato per il controllo interno;

- comitato nomine;
- comitato per la remunerazione;
- collegio sindacale;
- società di revisione.

La tabella sottostante mostra il numero di metriche o parametri richiesti contenute in ciascuna sezione e i pesi utilizzati ai fini della valutazione della governance.

Sezioni	Numero Metriche	Pesi
Consiglio di amministrazione	35	35%
Comitato esecutivo	2	5%
Comitato per il controllo interno	12	5%
Comitato nomine	7	5%
Comitato per la remunerazione	14	5%
Collegio sindacale	13	25%
Società di revisione	5	20%

***Consiglio di amministrazione:***

prende in considerazione il maggior numero di variabili analizzando la struttura dell'organo amministrativo. L'amministrazione di una società per azioni, nel sistema tradizionale, è affidata al Consiglio di amministrazione mentre nel sistema dualistico, la società è amministrata dal Consiglio di gestione. Il modello inizia presentando una serie di domande relative alla composizione del consiglio di amministrazione, evidenziando l'eventuale coincidenza fra

Amministratore Delegato e Presidente (con conseguente indicazione del *lead independent director*), la presenza di membri della famiglia di controllo all'interno del consiglio e il numero di amministratori esecutivi ed indipendenti. In particolare, il modello assegna un punteggio positivo nel caso in cui sia prevista la presenza di più amministratori delegati e un numero di amministratori non esecutivi superiore rispetto al totale degli esecutivi. L'analisi prosegue con alcune variabili concernenti le riunioni del consiglio di amministrazione, sottolineando l'importanza di effettuare incontri almeno trimestralmente con un adeguato livello di partecipazione da parte dei consiglieri. Oltre a questi punti, il modello prevede ulteriori metriche relative a una serie di argomenti rilevanti ai fini di una buona ed efficace struttura amministrativa. Il processo di calcolo, infatti, assegna punteggi positivi in presenza di una valida procedura di autovalutazione del consiglio di amministrazione che ne possa verificare l'efficienza organizzativa. Inoltre, sono previsti punteggi con segno positivo anche nel caso in cui una società stabilisca un numero massimo di incarichi in capo ai vari amministratori e preveda una serie di limiti nell'attribuire deleghe e poteri all'amministratore delegato.

***Comitato Esecutivo:***

la sezione è composta solamente da due domande riguardanti la sua esistenza e il numero di eventuali riunioni svolte nell'esercizio. Nel caso

in cui quest'ultimo sia superiore rispetto al numero di riunioni effettuate dal CdA, il modello assegnerà alla metrica un punteggio pari ad 1.

***Comitato per il controllo interno:***

organo di governo indispensabile per una corretta valutazione dei rischi aziendali; anche in questo caso, come per il consiglio di amministrazione, la sezione prende in considerazione una serie di metriche riguardanti la composizione del comitato (numero di amministratori non esecutivi e indipendenti) e alla partecipazione di consiglieri, sindaci ed eventualmente revisori esterni alle riunioni previste. Il modello, inoltre, assegna un risultato positivo nel caso in cui la società valutata adotti una valida procedura di identificazione dei rischi aziendali e nomini il Preposto al controllo interno e un amministratore esecutivo incaricato di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo. Il Preposto al controllo interno deve verificare che il sistema di controllo sia sempre adeguato, funzionante e pienamente operativo. Il compito principale di tale soggetto, dotato di autonomia e indipendenza, consiste nel supportare l'organo amministrativo nella gestione del rischio aziendale e proporre eventuali misure correttive nel caso di anomalie o disfunzioni nel sistema.

***Comitato nomine e Comitato per la remunerazione:***

Le sezioni riguardanti i due comitati sono strutturate in modo analogo. Oltre alla composizione e alle informazioni relative alla partecipazione

alle riunioni da parte dei consiglieri, assumono particolare rilevanza le metriche riguardanti i piani di remunerazione previsti da un'azienda. Il modello, infatti, prevede un punteggio positivo qualora sia presente un piano remunerativo per amministratori, dirigenti e dipendenti legato al raggiungimento di obiettivi e risultati economici o a piani di *stock option*.

***Collegio sindacale:***

La sesta sezione presente nella categoria "Capacity and Control" riguarda l'organo di controllo di una società quotata che adotti il sistema tradizionale, ovvero il collegio sindacale. La sezione prevede metriche riguardanti la composizione dell'organo e le limitazioni al cumulo di incarichi da parte dei sindaci (previsti anche per gli amministratori). I punti interessanti contenuti in tale sezione si riferiscono alla modalità di nomina dei sindaci e ai rilievi evidenziati nelle relazioni degli ultimi tre esercizi. Per quanto riguarda la nomina, il punteggio totale risulta influenzato positivamente nel caso in cui la lista, contenente i pretendenti alla carica di sindaco, sia presentata da soci in possesso di una partecipazione azionaria almeno pari al 2,5% e sia prevista la presenza di almeno un sindaco eletto dalle minoranze (solitamente il presidente del collegio e un sindaco supplente). Per quanto riguarda il controllo effettuato dal collegio, invece, il modello assegna un punteggio negativo se, negli ultimi tre esercizi, le relazioni hanno evidenziato dei

rilievi significativi e i sindaci sono stati cambiati prima della scadenza del loro mandato.

***Società di revisione:***

organo preposto al controllo contabile. In questa circostanza, un punteggio pari ad 1 viene assegnato nel caso in cui la società di revisione sia un network internazionale e abbia ottenuto il prolungamento della carica presso la società valutata. Un punteggio negativo è dovuto al cambiamento della società di revisione prima di nove anni (termine massimo di legge) e alla presenza di richiami di informativa, limitazioni o eccezioni nelle relazioni effettuate dai revisori.

### **10.4.3 Informativa**

La terza e ultima categoria riguarda l'area informativa di una società ed è composta da 21 metriche racchiuse in un'unica sezione. Come abbiamo già detto, questa categoria influenza solo marginalmente il punteggio totale di governance (20%), poiché la maggior parte dei punti previsti al suo interno sono obbligatoriamente sanciti per le società quotate dal nostro ordinamento. In particolare, il punteggio relativo all'informativa risulta più elevato a seconda delle informazioni che ogni società mette a disposizione sul proprio sito o all'interno delle varie relazioni obbligatorie emesse durante l'esercizio. Fra queste possiamo elencare:

- statuto, bilanci e relazioni semestrali o trimestrali;

- informazioni sull'assetto proprietario;
- composizione degli organi sociali;
- andamento del titolo;
- comunicati stampa;
- curricula e compensi dei consiglieri;
- relazione di corporate governance;
- sezione relativa alle assemblee degli azionisti;
- sezione "Contatti".

Oltre a queste informazioni, il modello prevede una serie di metriche concernenti la presenza di procedure in materia di *Internal Dealing*, di gestione delle informazioni privilegiate (con relativo Registro delle persone che hanno accesso a tali informazioni) e di gestione delle operazioni con parti correlate.

## 10.5 LA STRUTTURA DEL MODELLO DI RATING

È opportuno riportare nel dettaglio quello che è il contenuto del modello di rating che stiamo trattando.

CLASSI	PARAMETRI	VALORE
<b><u>1) ASSETTI PROPRIETARI</u></b>		
<b>1.1) COMPOSIZIONE AZIONARIATO</b>		
	<b>Capitale sociale</b>	<b>Valore totale</b>
	<b>Azioni</b>	<b>Numero</b>
	<b>quota maggiore azionista</b>	<b>quota azionista (n° azioni)</b> <b>&gt;50%+1 -1</b> <b>&lt;50%+1 0</b>
	<b>presenza di azioni proprie</b>	<b>S -1 N 0</b>
	<b>azioni proprie</b>	<b>Valore della quota</b> <b>&gt;10% -1 &lt;10% 0</b>
	<b>tipologie azioni diverse</b>	<b>S 0 N 1</b>
	<b>incidenza azioni diverse su CS</b>	<b>Valore della quota</b> <b>&gt;30% su CS -1</b> <b>&lt;30% su CS 0</b>
	<b>esistenza patto parasociale</b>	<b>S -1 N 0</b>
	<b>quota detenuta dal patto se di controllo</b>	<b>Valore della quota</b> <b>&lt; 20% -1 &gt;20% 0</b>

	<b>Presenza azionisti di riferimento</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Presenza azionisti di minoranza</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Limitazioni circolazione azioni</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Presenza condizioni al trasferimento azioni</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Limitazioni massimo n° di azioni privilegiate emesse</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Presenza di priorità nella assegnazione degli utili</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Possibilità scalate</b>	<b>S -1 N 0</b>
	<b>Previsione della quota di capitale flottante sul mercato</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Presenza diritti di opzione in caso di aumento di capitale</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Presenza di diritti di prelazione in caso di trasferimento o cessione della partecipazione azionaria</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Presenza clausole di gradimento ingresso nuovi soci</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Presenza previsione esclusione di un socio</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Presenza potere socio di bloccare, in caso di disaccordo, delibere aventi ad oggetto scioglimento anticipato società o modifica oggetto sociale</b>	<b>S 1 N 0</b>

	<b>Presenza collegi arbitrali per risolvere controversie tra soci o soci ed organi sociali</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Predisposizione di una responsabilità <i>personale</i> dei soci nei rapporti interni</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Previsione n° amministratori designabili dalle varie categorie di soci</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Presenza di clausole relative alla possibilità di attribuire poteri di designazione e nomina dei componenti organi esecutivi ai soci/cat soci</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Previsione in caso di cessione quota di una selezione dell'acquirente</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Riconoscimento al Consiglio di Gestione di collocare azioni inoptate presso terzi</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Tra gli azionisti c'è un fondo di private equity in posizione dominante rispetto agli altri azionisti?</b>	<b>S-1 N 0</b>
	<b>Negli ultimi tre esercizi la società è stata ceduta da un fondo di private equity ad un altro fondo di private equity?</b>	<b>S-1 N 0</b>
	<b>le strategie del fondo sono di lungo termine</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>esistono strumenti (warrant, POC ,ecc) già emessi che potrebbero cambiare l'assetto proprietario</b>	<b>S -1 N 0</b>

	se SI sono stati emessi a favore di finanziatori a garanzia di finanziamenti erogati	S -1 N 0
	sono previste per i prossimi anni operazioni straordinarie (warrant, POC ,ecc) che potrebbero cambiare l'assetto proprietario	S -1 N 0
	se SI saranno emessi a favore di finanziatori a garanzia di finanziamenti erogati	S -1 N 0
	a) il debito è < 2 volte il patrimonio netto; b) debito < 4 volte il Reddito Operativo Lordo	S 1 N 0
	capitale di rischio	> media settore 1 < media settore 0
<b>1.2) ASSEMBLEA DEI SOCI</b>		
	Approvazione piani pluriennali di determinazione indirizzi gestionali	S 1 N 0
	Approvazione operazioni di finanziamento al di sopra di un certo importo	S 1 N 0
	Ratifica stipula joint-venture	S 1 N 0
	Approvazione cessione o acquisizione di partecipazioni in altre società	S 1 N 0

	<b>Previsioni statutarie di maggioranze qualificate per delibere inerenti a piani strategici o aumenti di capitale</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Previsione voto unanime dei soci in caso di delibere comportanti variazioni dei diritti individuali dei soci</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Previsione statutarie quorum deliberativi</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Approvazione bilancio da parte dell'assemblea in caso di mancata approvazione del Consiglio di Sorveglianza</b>	<b>S 0 N 1</b>
<b>1.3) TUTELA DEGLI AZIONISTI</b>		
	<b>Adesione al Codice Preda</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>esistenza di un Codice Etico</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>adozione del Modello Organizzativo</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>presenza regolamento assembleare</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>voto lista per nomina dei consiglieri</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>voto lista per nomina dei sindaci</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>rilascio con margine d'anticipo (almeno 2gg) delle info attinenti gli argomenti del CdA</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>presenza investor relator</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>sezione dedicata nel sito web della società</b>	<b>S 0 N -1</b>

	la società effettua operazioni significative con parti correlate esterne al perimetro di consolidamento? (le operazioni con parti correlate sono considerate significative se il rapporto tra effetto economico delle operazioni ed il risultato d'esercizio è superiore al 3%)	S -1 N 0
	nel caso di presenza di operazioni con parti correlate, tali parti sono riconducibili agli azionisti di riferimento?	S -1 N 0
<b>2) <u>CAPACITY &amp; CONTROL</u></b>		
<b>2.1) CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE</b>		
	coincidenza AD e Presidente o Vice Presidente	S -1 N 0
	Presenza di membri della famiglia di controllo nel Cda con deleghe operative	S -1 N 0
	presenza di più AD	S 1 N 0
	n. amm.ri non esecutivi è maggiore del n. di amm.ri esecutivi	S 1 N 0
	amm.ri esecutivi	n° amm.ri esecutivi
	amm.ri indipendenti	n° amm.ri indipendenti
	Il numero degli incarichi svolti dagli amm.ri indipendenti è >di 10 oppure < a 10	> 10 -1 <10 0

	<b>Gli amministratori indipendenti svolgono attività professionale</b>	<b>S -1 N 0</b>
	<b>presenza consiglieri alle riunioni del CdA</b>	<b>Valore partecipazione rilevata</b> n° di presenze alle riunioni >= media 0 n° di presenze alle riunioni <= media -1
	<b>riunioni almeno trimestrali</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>numero riunioni annuali CdA</b>	<b>Valore</b>
	<b>Viene effettuata la verbalizzazione degli incontri degli amministratori</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>presenza del lead independent director</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>consiglieri con cariche di amministratore in altre società</b>	<b>n° di consiglieri con cariche &gt; media -1</b> <b>n° di consiglieri con cariche &lt; media 0</b>
	<b>determinazione del n. massimo di incarichi degli amm.ri in altre società quotate, nello statuto sociale/regolamento</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>gli amm.ri indipendenti si riuniscono almeno una volta l'anno in assenza di altri amm.tori</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>procedure di autovalutazione del CdA (cd. Self assessment)</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>sono state effettuate delle autovalutazioni</b>	<b>S 1 N 0</b>

	<b>sono stati comunicati i risultati delle autovalutazioni</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>partecipazione dei sindaci alle riunioni del CdA</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>Previsione accertamento da parte degli amm.ri del possesso dell'acquirente dei requisiti tecnici e capacità finanziarie necessarie a garantire il conseguimento dell'oggetto sociale</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Presenza di attribuzioni di poteri di nomina diretta dei soci</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Presenza di limiti all'attribuzione di deleghe da parte degli amm.ri</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Previsione di maggioranze qualificate per la deliberazioni di particolari materie</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Presenza voto di lista per nomina componenti del CdA</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Previsione di competenze esclusive su alcune materie</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Potere a determinati soci di designazione dell'amministratore delegato</b>	<b>S -1 N 0</b>
	<b>Definizione poteri attribuibili all'amministratore delegato da parte dello statuto</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Definizione poteri attribuibili all'amministratore delegato da parte del CdA</b>	<b>S 1 N 0</b>

	Amm.ri detengono partecipazioni	S 1 N 0
	Presenza di limiti nel delegare determinate funzioni	S 1 N 0
	Previsioni di diversi meccanismi decisionali a seconda dell'oggetto decisionale	S 1 N 0
	l'amministratore delegato coincide con l'azionista di riferimento	S -1 N 0
	l'azionista di riferimento svolge attività significative nella gestione societaria?	S 0 N 1
	Durante le riunioni periodiche, " <u>tra i punti dell'ordine del giorno</u> " è previsto che il cda venga effettivamente informato della maggior parte delle operazioni svolte	S 1 N 0
<b>2.2)COMITATO ESECUTIVO</b>		
	esistenza di un Comitato Esecutivo	S 1 N 0
	Numero riunioni comitato esecutivo	n° riunioni comitato > riunioni cda 1 n° riunioni comitato < riunioni cda 0
<b>2.3) COMITATO CONTROLLO INTERNO</b>		
	esistenza del CCI	S 1 N 0
	n. membri è maggiore o uguale a 3	S 1 N 0
	la maggioranza è indipendente	S 1 N 0

	<b>amm.ri non esecutivi</b>	<b>n° amm.ri non esecutivi</b>
	<b>amm.ri indipendenti</b>	<b>n° amm.ri indipendenti</b>
	<b>numero riunioni annuali</b>	<b>Valore</b>
	<b>partecipazione dei consiglieri alle riunioni</b>	<b>Valore partecipazione rilevata</b> <b>n° di presenze alle riunioni &gt;= media 0</b> <b>n° di presenze alle riunioni &lt;= media -1</b>
	<b>partecipazione del Presidente del Collegio sindacale o di un sindaco alle riunioni</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>partecipazione revisori esterni alle riunioni del CCI</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>esistenza preposto al controllo interno</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Presenza amm.re esecutivo incaricato di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo interno</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>procedura identificazione rischi aziendali (cd. Risk assessment)</b>	<b>S 1 N 0</b>
<b>2.4)COMITATO NOMINE</b>		
	<b>esistenza di un Comitato per le Nomine</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>n. membri è maggiore o uguale a 3</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>la maggioranza è indipendente</b>	<b>S 1 N 0</b>

	<b>amm.ri non esecutivi</b>	<b>n° amm.ri non esecutivi</b>
	<b>amm.ri indipendenti</b>	<b>n° amm.ri indipendenti</b>
	<b>numero riunioni annuali</b>	<b>Valore</b>
	<b>partecipazione dei consiglieri alle riunioni</b>	<b>Valore partecipazione rilevata n° di presenze alle riunioni &gt;= media 0 n° di presenze alle riunioni &lt;= media -1</b>
<b>2.5) COMITATO PER LA REMUNERAZIONE</b>		
	<b>esistenza comitato per la remunerazione</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>n. membri è maggiore o uguale a 3</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>la maggioranza è indipendente</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>amm.ri non esecutivi</b>	<b>n° amm.ri non esecutivi</b>
	<b>amm.ri indipendenti</b>	<b>n° amm.ri indipendenti</b>
	<b>numero riunioni annuali</b>	<b>Valore</b>
	<b>partecipazione dei consiglieri alle riunioni</b>	<b>Valore partecipazione rilevata n° di presenze alle riunioni &gt;= media 0 n° di presenze alle riunioni &lt;= media -1</b>
	<b>Esistenza piani stock option AD</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Esistenza piani stock option Amministratori</b>	<b>S 1 N 0</b>

	<b>Esistenza piani stock option Dirigenti con responsabilità strategica</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Esistenza piani stock option Dipendenti</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Esistenza di un compenso legato al raggiungimento di obiettivi e risultati economici per AD</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Esistenza di un compenso legato al raggiungimento di obiettivi e risultati economici per Amministratori Esecutivi</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Esistenza di un compenso legato al raggiungimento di obiettivi e risultati economici per Dirigenti con responsabilità strategica</b>	<b>S 1 N 0</b>
<b>2.6) COLLEGIO SINDACALE</b>		
	<b>presenza dei sindaci alle riunioni</b>	<b>Valore partecipazione rilevata n° di presenze alle riunioni &gt;= media 0 n° di presenze alle riunioni &lt;= media -1</b>
	<b>numero riunioni annuali</b>	<b>Valore</b>
	<b>i soci che presentano una lista hanno una partecipazione almeno pari al 2,5%</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>presenza di almeno un sindaco eletto dalle minoranze</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>determinazione del n. massimo di incarichi dei sindaci in altre società quotate</b>	<b>S 1 N 0</b>

	<b>Definizione requisiti di indipendenza</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>Limitazioni assunzioni di incarico</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>n° componenti con altre cariche</b>	<b>Valore</b>
	<b>Presenza di sindaci che detengono azioni</b>	<b>S -1 N 0</b>
	<b>Il numero degli incarichi svolti dai sindaci è &gt;di 10 oppure &lt; a 10</b>	<b>&gt;10 -1 &lt;10 0</b>
	<b>I sindaci svolgono attività professionale</b>	<b>S -1 N 0</b>
	<b>le ultime tre relazioni contengono rilievi?</b>	<b>S -1 N 0</b>
	<b>negli ultimi tre esercizi i sindaci sono stati cambiati</b>	<b>S -1 N 0</b>
<b>2.7) SOCIETA' DI REVISIONE</b>		
	<b>la durata della carica è stata prolungata</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>presenza del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili</b>	<b>S 1 N 0</b>
	<b>la società di revisione è stata cambiata prima dei nove anni (termine max di legge)</b>	<b>S-1 N0</b>
	<b>la società di revisione è un network internazionale oppure una piccola società di revisione?</b>	<b>network 1 / piccola società 0</b>
	<b>le ultime tre relazioni di revisione contengono richiami di informativa, limitazioni o eccezioni</b>	<b>S-1 N0</b>

<b>3) <u>INFORMATIVA</u></b>		
	<b>presenza di procedura in materia di Internal Dealing</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>presenza procedura per la gestione delle informazioni privilegiate</b>	<b>S 0 N-1</b>
	<b>presenza di procedura per la gestione di operazioni con parti correlate</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>esclusione consigliere interessato alla decisione di op. con parte correlate</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>presenza del Registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>Bilanci</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>Relazioni semestrali</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>Relazioni trimestrali</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>Assetti proprietari</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>Composizione organi sociali</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>Andamento borsa</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>Comunicati stampa</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>Curricula consiglieri</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>Statuto</b>	<b>S 0 N -1</b>

	<b>Corporate governance</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>Compensi amministratori</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>sezione assemblee azionisti</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>sezione contact us</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>vengono riportate le strategie di management</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>vengono riportate le motivazioni degli scostamenti rispetto ai piani previsionali</b>	<b>S 0 N -1</b>
	<b>il management ha raggiunto gli obiettivi indicati alla comunicazione finanziaria negli ultimi esercizi</b>	<b>S 0 N -1</b>

## **10.6 IL SISTEMA DEI PESI**

Senza dubbio tutti i parametri che compongono il modello, precedentemente illustrati, giocano un ruolo rilevante nel definire l'assetto della governance di una società.

Tuttavia si è ritenuto opportuno e più corretto attribuire loro pesi differenti, per poter segnalare la maggiore significatività di certi parametri rispetto ad altri.

Per l'assegnazione dei pesi si è proceduto come segue.

A ciascuna delle tre classi è stato attribuito un peso differenziato, al fine

di sottolineare il concetto di diversa importanza che si è voluto attribuire loro; ovvero a livello sostanziale si ritiene che tutte e tre le classi abbiano la stessa importanza tuttavia si è attribuito alla prime due classi il medesimo peso relativo mentre per la terza classe un peso relativo inferiore. In particolare alla prima classe, "Assetti proprietari", è stato assegnato punteggio pari a 40; lo stesso si è fatto per la seconda classe, "Capacity and Control". Per l'ultima classe "Informativa", invece, il peso attribuito è stato inferiore rispetto agli altri due, cioè pari a 20; questa scelta è imputabile al fatto che per legge è imposto che le società rendano note determinati documenti e informazioni.

Esaminando nel dettaglio la struttura del modello ,all'interno delle classi sono state costituite ulteriori sottoclassi.

Anche in questo caso si è deciso di differenziarne i pesi, a seconda di quanto si ritenessero importanti i parametri in esse ricomprese. Il peso attribuito alle singole sottoclassi è stato calcolato in modo tale che la somma dei loro pesi risultasse pari al totale di 100.

Ad esempio, se consideriamo le tre sottoclassi facenti parte della macroclasse "Assetti proprietari", il peso che è stato loro assegnato è pari a 33,3 per ciascuna, per un totale dei pesi pari a 99,9 (approssimabile quindi a 100, anche se in realtà in ogni sottoclasse è stata individuato una specifica variabile a cui è stato assegnato un punteggio leggermente superiore, sia per una questione di correttezza dei calcoli (si raggiunge il valore 100), sia per la maggiore significatività che le è stata attribuita).

In questo caso notiamo che i pesi delle sottoclassi sono risultati tutti e tre uguali. Tuttavia, questo non si è sempre verificato.

Se prendiamo in esame le sette sottoclassi appartenenti alla classe "Capacity and Control" vediamo infatti che i pesi variano sensibilmente.

Si va dal peso massimo di 35 attribuito al "Consiglio di amministrazione", al 25 del "Collegio sindacale" o ancora al 20 della "società di revisione" e infine ad una serie di pesi pari a 5 per ciascuno dei comitati interni al Cda (in tutto quattro), per giungere quindi al totale di 100 anche in questo caso.

Anche in questo caso la differenza dei pesi relativi delle sottoclassi è imputabile alla differente importanza relativa delle medesime.

Una volta proceduto con l'assegnazione dei pesi alle sottoclassi si è provveduto a definire i pesi delle singole variabili contenute, a loro volta, nelle diverse sottoclassi.

La particolarità di questi pesi va ricercata nel fatto che sono stati calcolati rapportando il peso relativo di ogni singola sottoclasse al numero dei parametri richiesti in ogni sottoclasse escludendo da tale conteggio i parametri per i quali veniva richiesto di indicare un valore in questo modo è stato possibile ottenere un punteggio "pesato".

Discorso a parte invece per il comitato esecutivo; il peso assegnato alle due domande non è il medesimo in quanto si ritiene che la mancata presenza del comitato esecutivo incide in maniera negativa per i 2/3 del peso.

Possiamo ricapitolare il tutto nello schema seguente

<b>Categorie</b>	<b>Pesi</b>
<b>ASSETTI PROPRIETARI</b>	<b>40</b>
Composizione azionariato	<b>33.3</b>
Assemblea dei soci	<b>33.3</b>
Tutela degli azionisti	<b>33.3</b>
<b>CAPACITY &amp; CONTROL</b>	<b>40</b>
Consiglio di Amministrazione	<b>35</b>
Comitato esecutivo	<b>5</b>
Comitato per il controllo interno	<b>5</b>
Comitato nomine	<b>5</b>
Comitato per la remunerazione	<b>5</b>
Collegio sindacale	<b>25</b>
Società di revisione	<b>20</b>
<b>INFORMATIVA</b>	<b>20</b>
<b><u>PUNTEGGIO TOTALE</u></b>	<b><u>100</u></b>

Dalla tabella è possibile notare che la classe "Informativa" non è composta da sottoclassi per tale motivo il peso della classe è stato direttamente rapportato al numero dei parametri.

Sintetizzando è possibile riepilogare dicendo che per le classi "Assetti proprietari" e "Capacity and Control" si ha la presenza di sottoclassi e per tale motivo si è proceduto a calcolare un doppio peso relativo o "doppia pesatura relativa" differentemente rispetto alla classe "Informativa".

## 10.7 IL METODO DI VALUTAZIONE DEI PARAMETRI

Proseguendo con l'analisi del modello, vediamo adesso quali sono state le tipologie di valutazione adottate per l'assegnazione dei punteggi alle diverse componenti, poiché differiscono notevolmente a seconda che il parametro considerato sia indice di un livello qualitativo positivo o, al contrario, negativo della governance.

Il primo tipo di valutazione considerato, che si differenzia in qualche modo dalle altre, è quello consistente al semplice inserimento del "valore" di nostro interesse, escludendo l'attribuzione di un peso specifico.

Ne sono un esempio la rilevazione del capitale sociale e del numero di azioni.

La seconda tipologia, la più diffusa tra l'altro, è quella della "valutazione SI/NO", che si differenzia a sua volta in ulteriori sotto-tipi a seconda del punteggio assegnato:

SI = 1;

NO = 0;

ESEMPIO: "costituzione dei diversi comitati interni al Cda" (comitato

nomine, remunerazioni, etc.)

SI = 0;

NO = 1;

ESEMPIO: "esistenza di azioni di tipologia diversa"

SI = -1;

NO = 0;

ESEMPIO: "esistenza di un patto parasociale" (in questo caso l'attribuzione di un punteggio fortemente negativo in caso di risposta affermativa mira a sottolineare quanto il parametro, qualora presente, segnali un cattiva governance).

SI = 0;

NO = -1;

ESEMPIO: "vengono riportate le motivazioni degli scostamenti rispetto ai piani previsionali".

In questo caso l'assenza del parametro a cui ci si riferisce segnala una cattiva governance.

I punteggi pari a -1 indicano la presenza di elementi negativi che dovrebbero essere eliminati o quantomeno ridotti al fine di migliorare l'efficacia governativa

La terza valutazione utilizzata è quella di tipo di "percentuale", che come suggerisce la denominazione stessa, va ad attribuire un determinato punteggio a seconda della percentuale rilevata.

ESEMPIO: "quota del maggiore azionista".

In questo caso, una volta rilevata la quota della società la si va a confrontare con un determinato parametro di riferimento (il c.d. *benchmark*) e, a seconda dell'esito di tale confronto, si procede con l'attribuzione del relativo punteggio.

Il benchmark utilizzato nello specifico è stato il 50%, quindi abbiamo previsto di assegnare 0 punti nel caso di una quota < del 50%, -1 se > 50%.

Altro tipo di valutazione, simile al precedente, è quello di tipo "numerico".

Anche qui, si va ad individuare un parametro di riferimento ritenuto di significativa importanza e lo si mette a confronto con quello rilevato nella società analizzata.

ESEMPIO: "numero degli incarichi svolti dagli amministratori indipendenti".

Se il numero rilevato risulta < 10 viene attribuito punteggio pari a 0; se il numero, invece, è > 10 viene assegnato un punteggio di -1.

Questo perché rilevare che gli amministratori indipendenti ricoprono molti altri incarichi oltre a quello già detenuto nella società in oggetto è un aspetto ritenuto particolarmente negativo.

La valutazione di tipo "statistico" è stata applicata nel caso del " capitale

di rischio” , che per poter essere valutato è stato confrontato con la media del settore di appartenenza della società a cui esso si riferisce.

Prima di poter assegnare un punteggio (pari a 0 se < della media del settore, pari a 1 se invece >) è stato necessario calcolare i diversi capitali di rischio medi per settore.

Il risultato di tale lavoro è la seguente tabella.

**Tabella 1 Il capitale di rischio medio per settore (Borsa valori 2009)**

<b>società</b>	<b>settore</b>	<b>capitale sociale</b>	<b>Attività</b>
Eni	energia	4.005.358.876	Energia
Erg	energia	15.032.000	Energia
Gas plus	energia	23.353.002	Energia
Saipem	energia	441.265.452	Energia
Saras	energia	54.629.667	Energia
Isagro	chimica e materie prime	17.550.000	Chimica
Kme group	chimica e materie prime	231.282.767	Materie Prime
Montefibre	chimica e materie prime	130.000.000	Chimica
Snia	chimica e materie prime	51.714.627	Chimica
Tenaris	chimica e materie prime	1.180.536.830	Materie Prime
Ansaldo	industria beni di consumo	50.000.000	Beni E Servizi Industriali
Astaldi	industria beni di consumo	196.849.800	Edilizia
Atlantia	industria beni di consumo	571.711.557	Beni E Servizi Industriali
Autostrada to-mi	industria beni di consumo	44.000.000	Beni E Servizi Industriali
Autostrade meridionali	industria beni di consumo	9.056.250	Beni E Servizi Industriali
Bastogi	industria beni di consumo	9.056.250	Beni E Servizi Industriali
Bee team	industria beni di consumo	14.916.527	Beni E Servizi Industriali
Beghelli	industria beni di consumo	10.000.000	Beni E Servizi Industriali
Biancamano	industria beni di consumo	1.700.000	Beni E Servizi Industriali
Biesse	industria beni di consumo	27.393.042	Beni E Servizi Industriali
Bolzoni	industria beni di consumo	6.498.479	Beni E Servizi Industriali
Borgosesia	industria beni di consumo	81.870.930	Beni E Servizi Industriali
Buzzi Unicem	industria beni di consumo	99.209.489	Edilizia
Carraro	industria beni di consumo	21.840.000	Beni E Servizi Industriali
Cembre	industria beni di consumo	8.840.000	Beni E Servizi Industriali
Cementir holding	industria beni di consumo	159.120.000	Edilizia
Ceramiche Ricchetti	industria beni di consumo	55.692.691	Edilizia
Cir comp ind riunite	industria beni di consumo	395.587.634	Beni E Servizi Industriali

Cofide S.p.A.	industria beni di consumo	359.604.959	Beni E Servizi Industriali
D'amico	industria beni di consumo	149.949.907	Beni E Servizi Industriali
Danieli & C.	industria beni di consumo	40.879.533	Beni E Servizi Industriali
Datalogic	industria beni di consumo	30.392.175	Beni E Servizi Industriali
Ei.en	industria beni di consumo	2.508.671	Beni E Servizi Industriali
Fidia	industria beni di consumo	5.123.000	Beni E Servizi Industriali
Fiera Milano	industria beni di consumo	42.147.437	Beni E Servizi Industriali
Finmeccanica	industria beni di consumo	2.543.861.738	Beni E Servizi Industriali
Gefran	industria beni di consumo	14.400.000	Beni E Servizi Industriali
Gemina	industria beni di consumo	1.469.197.552	Beni E Servizi Industriali
Gewiss	industria beni di consumo	60.000.000	Beni E Servizi Industriali
Granitifiandre	industria beni di consumo	18.431.339	Edilizia
Greenvision	industria beni di consumo	2.343.200	Beni E Servizi Industriali
Ima	industria beni di consumo	17.732.000	Beni E Servizi Industriali
Impreglio	industria beni di consumo	715.492.426	Edilizia
Interpump group	industria beni di consumo	39.962.439	Beni E Servizi Industriali
Italcementi	industria beni di consumo	177.117.564	Edilizia
Italmobiliare	industria beni di consumo	57.674.716	Edilizia
Kerself	industria beni di consumo	17.424.342	Beni E Servizi Industriali
Maire tenimont	industria beni di consumo	16.125.000	Edilizia
Monti ascensori	industria beni di consumo	6.655.768	Beni E Servizi Industriali
Nice	industria beni di consumo	11.600.000	Beni E Servizi Industriali
Panariagroup	industria beni di consumo	22.677.646	Edilizia
Permasteelisa	industria beni di consumo	6.900.000	Edilizia
Poligrafica San Faustino	industria beni di consumo	6.161.592	Beni E Servizi Industriali
Pramac	industria beni di consumo	15.860.000	Beni E Servizi Industriali
Prima industrie	industria beni di consumo	16.000.000	Beni E Servizi Industriali
Prysmian	industria beni di consumo	18.123.504	Beni E Servizi Industriali
Rdb	industria beni di consumo	45.861.025	Edilizia
Reno de Medici	industria beni di consumo	184.926.339	Beni E Servizi Industriali
Sabaf	industria beni di consumo	11.533.450	Beni E Servizi Industriali
Sadi servizi industriali	industria beni di consumo	48.204.000	Edilizia
Saes gatters	industria beni di consumo	8.209.403	Beni E Servizi Industriali
Save	industria beni di consumo	35.971.000	Beni E Servizi Industriali
Servizi Italia	industria beni di consumo	16.200.000	Beni E Servizi Industriali
Sias	industria beni di consumo	113.750.000	Beni E Servizi Industriali
Trevi fin ind	industria beni di consumo	32.000.000	Edilizia
Yorkville bhn	industria beni di consumo	11.529.729	Beni E Servizi Industriali
Zignano vetro	industria beni di consumo	8.000.000	Beni E Servizi Industriali
Aeffe	beni di consumo	26.840.626	Prodotti Per La Casa
Aicon	beni di consumo	2.180.000	Prodotti Per La Casa
Antichi pellettieri	beni di consumo	11.374.831	Prodotti Per La Casa
Arena	beni di consumo	35.303.831	Alimentari
Basic net	beni di consumo	31.716.673	Prodotti Per La Casa
Benetton group	beni di consumo	237.482.716	Prodotti Per La Casa
Bialetti industrie	beni di consumo	18.750.000	Prodotti Per La Casa
Bonifiche ferraresi	beni di consumo	5.793.750	Alimentari
Brembo	beni di consumo	34.727.914	Automobili e componentistica
Bulgari	beni di consumo	21.044.087	Prodotti Per La Casa
Caleffi	beni di consumo	6.500.000	Prodotti Per La Casa
Campari	beni di consumo	29.040.000	Alimentari
Centrale latte	beni di consumo	20.600.000	Alimentari

Cobra	beni di consumo	2.523.719	Automobili e componentistica
Cogeme set	beni di consumo	28.061.200	Automobili e componentistica
Crespi	beni di consumo	30.000.000	Prodotti Per La Casa
Csp int ind calze	beni di consumo	17.294.851	Prodotti Per La Casa
De longhi	beni di consumo	448.500.000	Prodotti Per La Casa
Digital bros	beni di consumo	5.644.335	Prodotti Per La Casa
Elica	beni di consumo	12.664.560	Prodotti Per La Casa
Emak	beni di consumo	7.189.910	Prodotti Per La Casa
Fiat	beni di consumo	5.461.237.425	Automobili e componentistica
Filatura di pollone	beni di consumo	5.538.000	Prodotti Per La Casa
Geox	beni di consumo	25.920.733	Prodotti Per La Casa
Immsi	beni di consumo	178.464.000	Automobili e componentistica
Indesit	beni di consumo	102.267.616	Prodotti Per La Casa
Kinexia	beni di consumo	40.205.152	Prodotti Per La Casa
La doria	beni di consumo	37.820.000	Alimentari
Landi Renzo	beni di consumo	11.250.000	Automobili e componentistica
Luxtotta	beni di consumo	27.846.284	Prodotti Per La Casa
Marcolin	beni di consumo	32.312.475	Prodotti Per La Casa
Mirato	beni di consumo	10.320.000	Prodotti Per La Casa
Parmalat	beni di consumo	1.703.229.552	Alimentari
Piaggio	beni di consumo	205.941.272	Automobili e componentistica
Pininfarina	beni di consumo	30.166.652	Automobili e componentistica
Piquadro	beni di consumo	1.000.000	Prodotti Per La Casa
Pirelli e c	beni di consumo	1.517.611.181	Automobili e componentistica
Poltrona frau	beni di consumo	35.000.000	Prodotti Per La Casa
Ratti	beni di consumo	6.854.500	Prodotti Per La Casa
Rcf group	beni di consumo	32.000.000	Prodotti Per La Casa
Richard-Ginori 1735	beni di consumo	16.779.840	Prodotti Per La Casa
Rosss	beni di consumo	1.157.000	Prodotti Per La Casa
Safilo group	beni di consumo	60.397.476	Prodotti Per La Casa
Stefanel	beni di consumo	88.811.352	Prodotti Per La Casa
Tod's	beni di consumo	61.218.802	Prodotti Per La Casa
Amplifon	salute	3.968.400	Salute
Arkimedia	salute	10.800.000	Salute
Diasorin	salute	55.000.000	Salute
Pierrel	salute	14.420.000	Salute
Recordati ord	salute	26.094.707	Salute
Sorin	salute	470.412.144	Salute
A.S. Roma	servizi al consumo	19.878.494	viaggi e tempo libero
Autogrill S.p.A.	servizi al consumo	132.288.000	viaggi e tempo libero
Cairo communication	servizi al consumo	4.073.857	Media
Caltagirone edit	servizi al consumo	125.000.000	Media
Chl	servizi al consumo	14.845.531	Commercio
Class editori	servizi al consumo	10.258.207	Media
Damiani	servizi al consumo	36.344.000	Commercio
Dmail group	servizi al consumo	15.300.000	Commercio
Eurofly	servizi al consumo	39.178.239	viaggi e tempo libero
Finarte casa d'aste	servizi al consumo	9.515.200	Commercio
Fmr art'E'	servizi al consumo	3.400.847	Media
Fnm	servizi al consumo	130.000.000	viaggi e tempo libero
gr edit l'Espresso	servizi al consumo	61.406.053	Media

gruppo Coin	servizi al consumo	13.213.931	Commercio
I grandi viaggi	servizi al consumo	23.400.000	viaggi e tempo libero
Il sole 24 ore	servizi al consumo	11.415.210	Media
Juventus f.c.	servizi al consumo	20.155.333	viaggi e tempo libero
Lottomatica	servizi al consumo	152.286.837	viaggi e tempo libero
Marr	servizi al consumo	33.262.560	Commercio
Mediacontech	servizi al consumo	9.282.000	Media
Mediaset S.p.A.	servizi al consumo	614.238.333	Media
Mondadori edit	servizi al consumo	67.451.756	Media
Mondo he	servizi al consumo	528.000	Media
Mondo tv	servizi al consumo	2.202.069	Media
Monrif	servizi al consumo	78.000.000	Media
Poligrafici edit	servizi al consumo	34.320.000	Media
Rcs Mediagroup	servizi al consumo	732.669.457	Media
SS Lazio	servizi al consumo	40.643.347	viaggi e tempo libero
Seat pagine gialle	servizi al consumo	450.106.875	Media
Snai	servizi al consumo	60.748.992	viaggi e tempo libero
Telecom Italia media	servizi al consumo	98.861.174	Media
Acotel group	telecomunicazioni	1.084.200	Telecomunicazioni
Buongiorno	telecomunicazioni	27.651.956	Telecomunicazioni
Eutelia	telecomunicazioni	34.017.380	Telecomunicazioni
Fastweb	telecomunicazioni	41.344.209	Telecomunicazioni
Retelit	telecomunicazioni	144.018.529	Telecomunicazioni
Telecom italia	telecomunicazioni	7.359.438.195	Telecomunicazioni
A2a	servizi e pubblica utilità	1.629.110.744	servizi e pubblica utilità
Acea	servizi e pubblica utilità	1.098.898.884	servizi e pubblica utilità
Acegas-aps	servizi e pubblica utilità	283.690.763	servizi e pubblica utilità
Acque potabili	servizi e pubblica utilità	3.600.294	servizi e pubblica utilità
Acsm-agam	servizi e pubblica utilità	76.619.105	servizi e pubblica utilità
Actelios	servizi e pubblica utilità	67.680.000	servizi e pubblica utilità
Alerion	servizi e pubblica utilità	162.841.690	servizi e pubblica utilità
Ascopiave	servizi e pubblica utilità	234.411.575	servizi e pubblica utilità
Edison	servizi e pubblica utilità	5.181.108.251	servizi e pubblica utilità
Enel	servizi e pubblica utilità	9.403.357.795	servizi e pubblica utilità
Enia	servizi e pubblica utilità	120.956.082	servizi e pubblica utilità
Erg renew	servizi e pubblica utilità	132.666.675	servizi e pubblica utilità
Ergycapital	servizi e pubblica utilità	51.359.785	servizi e pubblica utilità
Hera	servizi e pubblica utilità	1.032.737.702	servizi e pubblica utilità
Iride	servizi e pubblica utilità	737.541.783	servizi e pubblica utilità
Snam rete gas	servizi e pubblica utilità	3.570.768.494	servizi e pubblica utilità
Terna	servizi e pubblica utilità	440.199.936	servizi e pubblica utilità
Ternienergia	servizi e pubblica utilità	12.410.000	servizi e pubblica utilità
Aedes	finanza	26.460.002	Beni immobili
Apulia prontop	finanza	236.000.000	Servizi Finanziari
Azimut	finanza	32.324.092	Servizi Finanziari
Banca generali	finanza	111.313.176	Servizi Finanziari
Banca Ifis	finanza	34.299.404	Servizi Finanziari
Banco Popolare	finanza	2.305.735.924	Banche
Banca Carige	finanza	1.790.300.405	Banche
Banca Finnat	finanza	72.576.000	Banche

Banca Mps	finanza	4.502.410.157	Banche
Banca Pop Etruria - Lazio	finanza	225.662.484	Banche
Banca Pop Milano	finanza	1.660.136.924	Banche
Banca Profilo	finanza	136.794.106	Servizi Finanziari
Banca Desio Brianza	finanza	67.705.040	Banche
Banco Sardegna Risp	finanza	155.247.762	Banche
Beni stabili	finanza	191.574.371	Beni immobili
Brioschi	finanza	205.656.757	Beni immobili
Camfin	finanza	191.199.415	Servizi finanziari
Cape live	finanza	50.800.000	Servizi finanziari
Cattolica Ass.	finanza	162.263.445	Assicurazioni
Cia	finanza	922.953	Beni immobili
Conafi prestito	finanza	11.160.000	Servizi finanziari
Credem	finanza	332.392.107	Banche
Credito artigiano	finanza	654.343.585	Banche
Credito valtellinese	finanza	284.791.360	Banche
Dea capital	finanza	306.612.100	Servizi finanziari
Exor	finanza	246.229.850	Servizi finanziari
Fondiarria sai	finanza	167.043.712	Assicurazioni
Gabetti	finanza	51.612.332	Beni immobili
Generali Ass.	finanza	1.410.113.747	Assicurazioni
Igd	finanza	309.249.261	Beni immobili
Intek	finanza	94.371.636	Servizi finanziari
Intesa San Paolo	finanza	6.646.547.923	Banche
Invest e sviluppo	finanza	48.461.169	Servizi finanziari
Management e capitali	finanza	79.072.042	Servizi finanziari
Mediobanca	finanza	430.529.224	Banche
Mediolanum	finanza	430.000.000	Assicurazioni
Milano ass ord	finanza	305.851.341	Assicurazioni
Mittel	finanza	70.504.505	Servizi finanziari
Pirelli & c real estate	finanza	420.585.888	Beni immobili
Premafin fin hp	finanza	410.340.220	Assicurazioni
Realty vailog	finanza	80.865.007	Beni immobili
Risanamento	finanza	282.566.898	Beni immobili
Sopaf	finanza	80.100.044	Servizi Finanziari
Toscana finanza	finanza	3.059.448	Servizi Finanziari
Ubi banca	finanza	1.597.864.755	Banche
Uni land	finanza	292.055.197	Servizi Finanziari
Unicredit	finanza	6.684.287.462	Banche
Unipol	finanza	2.391.426.100	Assicurazioni
Vittoria Ass.	finanza	65.766.210	Assicurazioni
Best union company	tecnologia	4.675.462	Tecnologia
Cad it	tecnologia	4.669.600	Tecnologia
Cdc	tecnologia	6.131.996	Tecnologia
Dada	tecnologia	2.755.712	Tecnologia
Dmt	tecnologia	1.130.478	Tecnologia
Eems	tecnologia	21.251.422	Tecnologia
Engineering	tecnologia	31.875.000	Tecnologia
Esprinet	tecnologia	7.860.651	Tecnologia
Eurotech	tecnologia	8.878.946	Tecnologia
Exprivia	tecnologia	26.368.918	Tecnologia
Fullsix	tecnologia	5.591.158	Tecnologia

It way	tecnologia	2.208.671	Tecnologia
KR Energy	tecnologia	42.986.895	Tecnologia
Olidata	tecnologia	8.840.000	Tecnologia
Reply	tecnologia	4.795.886	Tecnologia
Screen service	tecnologia	13.190.476	Tecnologia
Stmmicroelectronics	tecnologia	946.732.077	Tecnologia
Tiscali	tecnologia	156.071.496	Tecnologia
Txt e-solution	tecnologia	1.311.556	Tecnologia

Settore	Capitale medio di rischio (media semplice)	Capitale medio di rischio (media eliminando il val max e min)
ENERGIA	907.927.799	173.082.707
CHIMICA	66.421.542	50.000.000
MATERIE PRIME	705.909.799	
BENI E SERVIZI INDUSTRIALI	151.453.916	96.755.041
EDILIZIA	117.953.978	77.988.606
PRODOTTI PER LA CASA	47.493.727	34.832.565
ALIMENTARI	305.297.856	30.690.958
AUTOMOBILI E COMPONENTISTICA	829.998.151	286.603.174
SALUTE	96.782.542	26.578.677
VIAGGI E TEMPO LIBERO	68.731.027	63.773.416
MEDIA	143.950.865	120.603.393
COMMERCIO	20.413.537	18.230.823
TELECOMUNICAZIONI	1.267.925.745	61.758.019
SERVIZI E PUBBLICA UTILITÀ	1.346.664.420	927.062.592
TECNOLOGIA	68.280.337	20.546.045
BENI IMMOBILI	174.388.163	163.997.804
BANCHE	1.827.368.741	1.589.118.355
SERVIZI FINANZIARI	119.079.776	114.312.309
ASSICURAZIONI	667.850.597	480.935.411

### **10.7.1 scelta dei parametri**

Un buon sistema di governance è una condizione necessaria per migliorare l'efficienza e soprattutto l'efficacia dei processi decisionali e di controllo per ridurre comportamenti opportunistici posti in essere da azioni di riferimento e manager.

La normativa vigente detta un'insieme di regole atte a prevenire tali comportamenti cercando di tutelare, al contempo, gli azionisti di minoranza e tutti coloro che vantano interessi di vario titolo verso l'azienda.

La normativa, come già precedentemente detto, fissa un "protocollo minimale" che ogni società deve rispettare; tuttavia tra le maglie normative vi è sempre un certo margine su cui ogni società può andare ad agire ma ci saranno anche campi per i quali la normativa non ha ampiamente legiferato dando adito a possibili comportamenti opportunistici.

Per tale motivo si è costruito il modello, attraverso un processo di modellizzazione matematica, seguendo due direttive principali:

- la ricerca di parametri previsti dalla normativa e che per tale motivo chiameremo, come precedentemente esplicitato, "protocollo minimale";
- la ricerca di parametri in grado di fornire un surplus rispetto la normativa ovvero in grado di segnalare possibili situazioni anomale.

Andremo ora ad analizzare questa seconda categoria di parametri meritevole di un maggior approfondimento.

### Operazioni con parti correlate

Negli ultimi anni si è posta grande attenzione verso quelle operazioni definite "operazioni parti correlate" cioè operazioni di soggetti che si trovano con la società in una relazione tale da implicare un pericolo di conflitto con l'interesse sociale.

Tali operazioni sono state poste sotto osservazione della Consob, per le quali ha richiesto maggiore trasparenza e correttezza procedurale<sup>5</sup>, il vaglio dei consiglieri indipendenti e in mancato accordo di questi ultimi dovranno essere sottoposte all'assemblea dei soci<sup>6</sup>.

### Composizione del board

Altro aspetto da approfondire è la composizione del board, dei comitati e del collegio sindacale; l'eventuale presenza di familiari con deleghe operative all'interno del CdA, nonché l'analisi in termini quantitativi delle riunioni svolte, degli incarichi di ogni singolo componente svolti nella società di riferimento o in altre società<sup>7</sup>.

Bisogna tenere in considerazione il ruolo e la funzione del board, le procedure di nomina degli amministratori nonché le remunerazioni dei

---

<sup>5</sup> G. Barbara, "Parti correlate e conflitto sociale: occorrono regole urgenti", Il Messaggero, 3 marzo 2010.

<sup>6</sup> S. Bennewitz, V. Puledra, "Parti correlate, chi dovrà fare i conti con le nuove regole", La Repubblica, 22 marzo 2010.

<sup>7</sup> J.L. Coles, "Boards: Does one size fit all?", Journal of Financial Economics, 2008, 87, pagg 329-356.

consiglieri e dei massimi dirigenti<sup>8</sup>; in tal senso si ritiene importante la presenza del *comitato remunerazioni*<sup>9</sup>.

Gli investitori richiedono trasparenza e tracciabilità delle decisioni prese dall'azienda, che il board abbia le competenze adatte ed operi con regole chiare<sup>10</sup>.

È importante quindi che lo stesso CdA si sottoponga ad autovalutazione e che renda noti i risultati ottenuti e che vi sia inoltre la presenza di regolamenti assembleari.

#### *Coincidenza Amministratore delegato/Presidente*

La separazione tra la carica di Amministratore Delegato e quella di Presidente<sup>11</sup> è fondamentale per garantire maggiore imparzialità e ridurre i costi di agenzia<sup>12</sup>. Per tale motivo si è ritenuto opportuno considerare la coincidenza delle due cariche come un aspetto negativo della governance.

#### *Pluralità di incarichi degli amministratori*

Si ritiene che la pluralità di incarichi assunti dagli amministratori possa rappresentare, concordando con alcuni autori, un aspetto negativo.

In tal senso un numero elevato di incarichi potrebbe rappresentare un onere eccessivo per gli amministratori stessi, con ripercussioni negative

---

<sup>8</sup> A. Negri, "King report III: un nuovo modello di autodisciplina per la corporate governance", materiale disponibile on-line, NedCommunity, 2009.

<sup>9</sup> M.C. Jensen, Murphy K.J., "Performance pay and Top-Management incentives", Journal of political economy, 1990, 98, pagg. 225-264.

<sup>10</sup> G. Vegezzi, "Governance centrale per attrarre capitali", Il Sole 24 Ore.

<sup>11</sup> M.M. Bange, M.A. Mazzeo, "Board Composition, board effectiveness, and the observed form of takeover bids", Review of financial studies, 2004, 17, pagg 1185-1215

<sup>12</sup> A. Marra, A. Rizzo, "Corporate governance, performance aziendale e qualità degli utilidelle aziende italiane", SDA Bocconi, Aprile 2010, pag 9.

sulla loro capacità di controllare e influenzare la gestione delle imprese<sup>13</sup>

### *Ruolo degli amministratori indipendenti*

Gli amministratori indipendenti danno un contributo di indirizzo strategico e di vigilanza all'esercizio delle funzioni del CdA arricchendo il confronto consiliare con competenze acquisite all'esterno dell'impresa e tutelando le varie categorie di stakeholder<sup>14</sup>.

L'attività svolta dagli amministratori indipendenti richiede notevole tempo e risorse per tale motivo viene considerato un fattore negativo lo svolgimento, da parte di tali amministratori, di un'attività professionale.

### *Assetti proprietari*

Nella struttura globale di governance gli assetti proprietari assumo un ruolo chiave per tale motivo è importante che i soci di controllo non si approfittino di benefici privati a danno di altri<sup>15</sup>. In tale ottica è opportuno monitorare tutte le operazioni che potenzialmente possano comportare cambiamenti negli assetti e favorire operazioni opportunistiche.

---

<sup>13</sup> Ferris S.P., *"Too busy to mind the Business? Monitoring by Directors with multiple Board Appointments"*, Journal of Finance, 2003, vol. 58, pagg. 1087-1111; Fich E.M., Shivdasani A., *"Are busy board effective Monitors?"*, Journal of Finance, 2006, vol. 61, pagg 689-724.

<sup>14</sup> Centro Studi sulla Sostenibilità d'impresa, *"Il ruolo degli amministratori indipendenti e del CdA nello sviluppo della responsabilità sociale per il valore sostenibile dell'impresa"*, materiale presente on-line [www.bilanciarsi.it](http://www.bilanciarsi.it)

<sup>15</sup> F. Fubini, *"i patti di sindacato e il capitalismo italiano, adesso gli investitori contano di più"*, Corriere della Sera, pag. 31, 04/06/2010

### Quota maggiore azionista

Viene valutata negativamente un'eccessiva concentrazione proprietaria e la presenza di un azionista che possiede una quota di maggioranza relativa in quanto si offre l'opportunità a tali soggetti di compiere operazioni economiche a proprio beneficio, a danno degli azionisti di minoranza. Esempi di tali operazioni sono riconducibili ad operazioni con parti correlate, transazioni in conflitto di interessi, vantaggi in termini di maggiore informazione o di informazioni privilegiate<sup>16</sup>.

### Possibilità scalate

Si ritiene negativo la possibilità che la società sia scalabile in quanto , concordemente a quanto esposto dal presidente della Consob, Giuseppe Vegas, durante la relazione al mercato finanziario sulle OPA, vi è il rischio di distruzione di valore e di inefficienze nella governance post-Opa<sup>17</sup>.

### Fondi di private equity

La presenza di fondi di private equity, viene valutata negativamente in quanto tali fondi hanno legami sia a monte con gli investitori, a latere con la Sgr che gestisce gli investimenti e a valle con il portafoglio clienti; generando asimmetrie informative tra i vari stakeholders e al contempo ne spezzano gli equilibri<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> L. Spaventa, *“Struttura proprietaria e corporate governance”*, VII Lezione Vicarelli, Macerata 6 marzo 2002, pag. 4.

<sup>17</sup> F. Panuzzi, F. Schivardi, *“Contrordine Consob: le scalate non fanno bene”*, materiale disponibile on-line, [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info), 10 maggio 2011.

<sup>18</sup> R. Moro Visconti, *“Investimenti in private equity e venture capital: problemi di governance e conflitti di interesse”*, in Banche e Banchieri, unione stampa periodica

### Presenza di comitati

L'articolazione del consiglio in comitati permette un incremento dell'efficienza complessiva del consiglio stesso e di conseguenza indirettamente dell'azienda<sup>19</sup>.

### Organi societari deputati al controllo

È importante che gli organi societari deputati al controllo operino correttamente intervenendo tempestivamente in situazioni critiche; in tal senso è opportuna la presenza del comitato per il controllo interno nonché la presenza di una società di revisione che tempestivamente sia in grado di segnalare ed evidenziare eventuali richiami, la cui possibile presenza costituisce un fattore negativo.

### Informativa

Per la sezione informativa, si è ritenuto opportuno operare un'inversione dei punteggi in quanto la normativa vigente impone che vengano rese note determinate informazioni stabilendo un "protocollo minimale".

Per inversione di punteggi si intende l'applicazione di un punteggio pari a 0 nel caso in cui vi sia la presenza informazioni richieste per legge al contrario l'assenza determina un punteggio negativo.

Si ritiene fondamentale una comunicazione completa verso l'esterno ed in tal senso devono essere rese note le strategie del management ed eventuali scostamenti da esse, i compensi degli amministratori nonché la presenza di procedure per la gestione delle informazioni privilegiate.

---

italiana, numero 1, gennaio febbraio 2008, pag. 5. Inoltre si veda Quaderni di finanza, Consob, n° 61 gennaio 2008.

<sup>19</sup> A. Marra, A. Rizzo, "Corporate governance, performance aziendale e qualità degli utilidelle aziende italiane", SDA Bocconi, Aprile 2010, pag 9.

## 10.8 PENALIZZAZIONE E VALORE MEDIO

La tabella seguente mostra, in modo sintetico, le varie categorie che compongono il modello ed evidenzia per ognuna di esse i relativi pesi e i punteggi ottenibili (punteggio massimo, minimo e medio).

Categorie	Pesi	Punteggio Massimo	Punteggio Minimo	Media
<b>ASSETTI PROPRIETARI</b>	<b>40</b>			
Composizione azionariato	33,3	20,93	-12,37	4,28
Assemblea dei soci	33,3	33,3	0	16,65
Tutela degli azionisti	33,3	18,16	-15,13	1,513
<b>TOTALE (somma pesata * 40)</b>		<b>28,957</b>	<b>-11,002</b>	<b>8,977</b>
<b>CAPACITY &amp; CONTROL</b>	<b>40</b>			
Consiglio di Amministrazione	35	25,15	-9,84	7,655
Comitato esecutivo	5	5	0	2,5
Comitato per il controllo interno	5	3,885	-1,11	1,3875
Comitato nomine	5	3,75	-1,25	1,25
Comitato per la remunerazione	5	4,55	-0,45	2,05
Collegio sindacale	25	11,36	-13,64	-1,14
Società di revisione	20	12	-8	2
<b>TOTALE (somma pesata * 40)</b>		<b>26,278</b>	<b>-13,716</b>	<b>6,281</b>
<b>INFORMATIVA (pesato * 20)</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>-19,99,95</b>	<b>-9,99</b>
<b><u>PUNTEGGIO TOTALE</u></b>		<b><u>55,23</u></b>	<b><u>-44,72</u></b>	<b><u>5,25</u></b>

Il punteggio massimo ottenibile è dato sommando solo i valori massimi ovvero sommando 1 o 0 oppure nel caso di punteggio minimo 0 o -1.

Il calcolo del punteggio massimo e minimo si è reso necessario al fine di calcolare un valore medio di riferimento; nel caso specifico il valore

medio indica la presenza di determinati "requisiti" nella struttura di governance. L'introduzione del valore medio è nata dalla necessità di avere un punteggio al quale fare riferimento per poter applicare un'eventuale penalizzazione nel caso in cui il punteggio ottenuto dalla società sottoposta ad analisi non avesse raggiunto il valore medio di riferimento.

Il punteggio che può essere ottenuto varia approssimativamente da un valore massimo di 55 ad un valore minimo negativo pari a -44.

Il valore medio calcolato fra i due estremi, sia a livello di categoria sia a livello di singola sezione, ci permette di individuare un punteggio con un minor grado di soggettività.

Un risultato superiore al valore medio, espresso in tabella, indica una buona struttura di governo ed evidenzia una serie di punti di forza che la società dovrebbe mantenere ed eventualmente migliorare. Al contrario, un punteggio inferiore alla media è sintomo di debolezza e cattiva gestione e governance aziendale. Per questo motivo, il modello prevede l'applicazione di una penalità pari al 20% calcolato sul valore medio della sezione sottoposta ad analisi, poiché il mancato raggiungimento dei requisiti minimi di buona governance viene considerato come un fattore negativo e pertanto da penalizzare.

Il 20% viene calcolato sul valore medio e sottratto dal punteggio ottenuto dalla classe; è stata utilizzata questa metodologia di calcolo per avere un una penalizzazione oggettiva in quanto se il 20% fosse

stato applicato al valore ottenuto avremmo applicato una penalizzazione inversamente proporzionale al punteggio ottenuto. Quindi alla sottoclasse o classe che maggiormente si discostava dal valore medio (ottenendo un punteggio basso) si sarebbe applicata una penalizzazione inferiore rispetto al caso in cui il punteggio della sottoclasse/classe si fosse avvicinato alla media.

Es. Composizione azionariato media pari a 4,28.

Nel caso il punteggio ottenuto fosse stato 4,1 il 20% sarebbe stato 0,82;

Nel caso in cui il punteggio ottenuto fosse stato 3,5 la penalizzazione sarebbe stata 0,7.

Quindi paradossalmente chi otteneva un punteggio inferiore veniva penalizzato inferiormente; per tale motivo il 20% è stato calcolato sul valore medio in modo tale da avere una penalizzazione costante.

La penalizzazione è stata introdotta con lo scopo di riuscire a declassare le società che non avessero raggiunto il valore medio e per tale motivo non erano presenti, nel loro assetto di governance, i requisiti minimi richiesti.

## 10.9 EVOLUZIONE DEL MODELLO

Nel corso degli anni il modello a cui attualmente si è giunti ha subito un processo evolutivo e pertanto si ritiene che nel tempo subirà altre modifiche.

Tali modifiche o meglio correzioni si sono rese necessarie in quanto ci si è resi conto che il modello, per la sua stessa struttura, poteva ulteriormente essere affinato e pertanto con alcune migliorie poteva essere in grado di restituirci un risultato in grado di soddisfare il nostro obiettivo di partenza.

Ovvero il modello di rating elaborato doveva essere in grado di restituirci un punteggio in grado di evidenziare alcune anomalie strutturali e per tale motivo doveva “accendere” un campanello di allarme. Non si ritiene che il rating restituito dal modello debba o meno escludere scelte di investimento rispetto quelle società che evidenziano un punteggio negativo ma l'intento è stato quello di segnalare anomalie ed indurre ulteriori e più approfondite analisi prima di un eventuale scelta di investimento.

Brevemente e sinteticamente andremo ora ad analizzare l'evoluzione del modello e le modifiche apportate rispetto una base di partenza.

Per elaborare il modello si è partiti analizzando la struttura di modelli già esistenti e rinomati in campo internazionale, sulla base di tali modelli si sono introdotte le seguenti novità:

- Classi/sottoclassi;

- Pesi attribuiti ad ogni parametro, sottoclasse e classe;
- punteggi negativi;
- punteggio medio di riferimento;
- penalizzazioni;
- ripartizioni dei punteggi ottenuti in classi di merito.

La ripartizione in Classi ed in relative sottoclassi si è resa necessaria per due motivi; innanzitutto per riuscire in un secondo momento ad andare a verificare in quale Classe o sottoclasse si è verificata un possibile deficit o mancanza strutturale ed inoltre tale suddivisione permette un'individuazione più facile delle informazioni da ricercare.

A questa prima differenziazione sono stati introdotti nel modello elaborato elementi caratterizzanti rispetto ai precedenti modelli di riferimento

In primis si è ritenuto fondamentale introdurre i pesi (vedi ripartizioni e calcoli par. 10.6); questo elemento permette di dare una certa valenza ed importanza alle classi/sottoclassi e parametri che si va ad analizzare.

In questo modo ogni singolo elemento ha una sua specificità ed importanza rispetto agli altri elementi.

Un passo fondamentale nell'elaborazione strutturale del modello è identificabile con l'introduzione dei punteggi negativi. il punteggio negativo -1 ci permette di evidenziare aspetti negativi e quindi elementi la cui presenza dovrebbe suggerirci eventuali anomalie. Il passaggio successivo è stato l'introduzione di un punteggio medio; i punteggi

negativi -1 ci hanno permesso di avere due tipologie di punteggi: il cosiddetto punteggio massimo ottenibile ed il punteggio minimo ottenibile. Sulla base di tali punteggi è stato introdotto il concetto di punteggio medio e la possibilità di utilizzare tale punteggio come termine di paragone tra una situazione positiva ed una situazione negativa ovvero ci permette di valutare un range di situazioni intermedie.

Perché utilizzare un valore medio?

La scelta di tale valore è spiegabile dal fatto che il calcolo del valore medio ci permette un termine oggettivo di paragone rispetto a svariate situazioni e la media, nel nostro caso specifico, data da un punteggio massimo ed un punteggio minimo ci indica un valore medio, ipotizzabile ad un valore base paragonabile alla sufficienza.

L'introduzione del valore medio di riferimento ci ha permesso di introdurre le penalizzazioni cioè una riduzione percentuale del valore insufficiente con lo scopo di declassare le società che non raggiungevano un valore medio e per tale motivo da sottoporre ad ulteriori accertamenti ed analisi.

Infine si è pensato di ripartire il range tra punteggio massimo ottenibile e minimo ottenibile in cinque classi permettendo una lettura facile ed intuitiva.

Dal valore minimo ottenibile allo 0 si ha una situazione di grave insufficienza classe E, dal valore 0 al punteggio massimo ottenibile si è ripartito il punteggio in quattro classi di uguale valore.

La Classe A rappresenta società aventi una struttura di governance molto buona mentre la Classi B C e D rappresentano situazioni intermedie caratterizzati da deficit strutturali che incidono in modo più o meno grave sulla struttura di governance e che per tale motivo dovrebbero essere migliorate e sottoposte ad ulteriori analisi.

# **ANALISI PARMALAT S.p.A.**

Il presente capitolo vuole proporre l'applicazione del modello di rating sulla corporate governance ad una società quotata alla Borsa valori di Milano, con l'obiettivo di testarne il funzionamento e poter esprimere un giudizio sui risultati ottenuti.

## **11.1 SOCIETÀ SOTTOPOSTA AD ANALISI ED OBIETTIVI**

La società sottoposta ad esame è Parmalat S.p.A.; la scelta è ricaduta su tale società proprio in quanto la non corretta gestione aziendale ed una "cattiva" governance societaria hanno portato al crack finanziario della società stessa con ripercussioni finanziarie sull'azionariato ed in particolare all'azionista di minoranza con conseguenze ben note alla cronaca.

Parmalat S.p.A., verrà analizzata per l'anno 2002, anno antecedente il crack, e per gli anni 2007/2008/2009.

L'obiettivo è quello di dimostrare che il modello sarebbe stato in grado di segnalare per l'anno 2002 delle distorsioni nella governance con ripercussioni sulla gestione economico/finanziaria della società mentre per gli anni successivi si andrà ad verificare come un miglioramento

nella governance abbia avuto ripercussioni anche a livello di performance economiche/finanziarie.

## **11.2 STORIA DELL'AZIENDA**

Di seguito brevemente la storia della società Parmalat S.p.A.

Nel 1961 Calisto Tanzi apre un piccolo caseificio a Collecchio (Parma), durante gli anni '70 la forte richiesta di latte a lunga conservazione fa crescere la quota di mercato.

Negli anni novanta si ha la quotazione in borsa e inizia l'acquisizione di società anche non legate al settore alimentare (Parma Associazione Calcio (società calcistica), ParmaTour (gruppo di villaggi turistici), Odeon Tv (network tv))

Nel dicembre del 2003 scoppia lo scandalo finanziario e la conseguente procedura di amministrazione straordinaria.

Si è trattato del più grande scandalo di bancarotta fraudolenta e agiotaggio commesso da una società privata in Europa.

I debiti della Parmalat ammontavano a un centinaio di miliardi di lire già verso la fine degli anni '80 e per evitare il peggio Tanzi decise di quotare alla Borsa Italiana il gruppo. Diventare una società per azioni richiedeva un risanamento dei conti che obbligò Tanzi a rivolgersi agli istituti di credito.

I conti dopo la quotazione non migliorarono e i debiti avrebbero potuto decretarne il fallimento già negli anni '90 ma per occultare questi dati

Tanzi affidò per anni all'avvocato Gian Paolo Zini il compito di creare una rete di società distribuite tra i Caraibi, il Delaware e le isole Cayman. Venne ideato il fondo Epicurum con cui la Parmalat riversava denaro sulla Parmatour e questi soldi venivano registrati come crediti per la società e conferiti nel fondo. L'operazione era falsa ma utile per ingannare il mercato. Per simulare l'ottima salute della società, si emettevano false fatture che figuravano come crediti che andavano incassati, così si inventò un fittizio conto corrente presso la "Bank of America", intestato a una società con sede alle Cayman, in cui figuravano 3,9 miliardi di euro.

Le banche in questo modo continuarono a erogare prestiti al gruppo, malgrado i bilanci non fossero il massimo della trasparenza.

Nel 2003 la Consob avviò dei controlli ai bilanci della Parmalat. Le banche non rimasero impassibili al mancato rientro dei prestiti e cominciarono a fare pressione su Tanzi.

Quando iniziarono a trapelare i primi sintomi di insolvenza, il patron fu messo da parte, le banche imposero alla guida del gruppo in qualità di amministratore straordinario Enrico Bondi e il titolo Parmalat fu sospeso dalle trattative in Borsa.

Il 4 dicembre si scoprì che i 600 milioni di euro del fondo Epicurum non esistevano. La notizia che accese i riflettori sullo scandalo arrivò il 19 dicembre 2003 data in cui Bank of America dichiarò che i 3,95 miliardi di euro che rappresentavano l'attivo della Parmalat non esistevano: il documento che ne attestava l'esistenza era stato contraffatto. Il 22

dicembre Tanzi fu iscritto al registro degli indagati per falso in bilancio presso la procura di Milano e nel frattempo il valore delle azioni Parmalat stava crollando.

Sia lo Stato, con un finanziamento di 150 milioni che alcune banche, si occuparono del risanamento del gruppo affinché potesse continuare l'attività.

Il primo ottobre del 2005 venne costituita la nuova "Parmalat S.p.a."

Il 6 ottobre 2005 la società venne quotata alla Borsa di Milano, e divenne la capogruppo del nuovo Gruppo Parmalat, una società a capitale diffuso che gode di un'ampia base azionaria, istituita in seguito all'approvazione della proposta di concordato con i creditori (un debt-for-equity swap ovvero una conversione dei crediti in azioni).

### **11.3 ANALISI DELLA GOVERNANCE DI PARMALAT S.p.A. ATTRAVERSO IL MODELLO C.G.R.<sup>1</sup>**

Nella pagine successive si andrà ad analizzare i risultati ottenuti dall'implementazione del modello evidenziandone i punteggi e le differenze rispetto gli anni sottoposti ad analisi.

---

<sup>1</sup> Il Modello CGR utilizzato per l'analisi è un'evoluzione del precedente modello presentato al XIV Convegno annuale AIDEA Giovani "L'azienda e i suoi stakeholder", Università di Udine, 26-27 giugno 2009 e al XVI seminario di studio "ruolo, composizione e funzionamento del consiglio di amministrazione" Bressanone, 15-16 settembre 2011.

Di seguito vengono riportati i risultati ottenuti a livello di ogni singola sottoclasse e classe.

**Tabella 1**

	PARMALAT 2002	PARMALAT 2007	PARMALAT 2008	PARMALAT 2009
<b>ASSETTI PROPRIETARI</b>				
Composizione azionariato	1,9028	4,7570	2,8542	4,7570
Assemblea dei soci	4,1625	8,325	8,325	8,325
Tutela degli azionisti	3,0273	18,1636	18,1636	18,1636
<b>TOTALE</b>	<b>3,6370</b>	<b>12,4982</b>	<b>11,7371</b>	<b>12,4982</b>
<b>TOTALE CON PENALITA' 20%</b>	<b>1,5993</b>	<b>11,1664</b>	<b>10,0628</b>	<b>11,1664</b>
<b>CAPACITY &amp; CONTROL</b>				
Consiglio di amministrazione	-1,0938	19,6875	19,6875	19,6875
Comitato esecutivo	5,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Comitato per il controllo interno	2,7755	3,8885	3,8885	3,8885
Comitato nomine	0,0000	3,7500	3,7500	3,7500
Comitato per la remunerazione	0,9090	2,2725	2,2725	2,2725
Collegio Sindacale	-6,8181	0,0000	0,0000	-2,2727
Società di revisione	4,0000	12,0000	12,0000	12,0000
<b>TOTALE</b>	<b>1,9091</b>	<b>16,6394</b>	<b>16,6394</b>	<b>15,7303</b>
<b>TOTALE CON PENALITA' 20%</b>	<b>0,9415</b>	<b>16,4394</b>	<b>16,4394</b>	<b>15,4391</b>
<b>INFORMATIVA</b>	<b>-9,5230</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>
<b>INFORMATIVA CON PENALITA' 20%</b>	<b>-11,5228</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>
<b>TOTALE PUNTEGGIO</b>	<b>-3,9769</b>	<b>29,1376</b>	<b>28,3765</b>	<b>28,2285</b>
<b>TOTALE PUNTEGGIO CON PENALITA' 20%</b>	<b>-8,9819</b>	<b>27,6058</b>	<b>26,5022</b>	<b>26,6055</b>

Nella seguente tabella si riassumono i punteggi finali ottenuti.

**Tabella 2 Rating finali**

<b>SOCIETÁ PARMALAT S.p.A.</b>	<b>RATING FINALE</b>	<b>CLASSE DI MERITO</b>
2002	<b>-8,9819</b>	E
2007	<b>27,6058</b>	B
2008	<b>26,5022</b>	C
2009	<b>26,6065</b>	C

Andiamo ora ad analizzare ogni singola sottoclasse per poter verificare come è evoluta la governance.

Analizzando la sottoclasse *Composizione Azionariato* possiamo immediatamente verificare che per l'anno 2002 la società aveva ottenuto un punteggio pari a 1,9, per il 2007 4,75, per il 2008 2,8 mentre per il 2009 ancora 4,75.

Soffermando l'attenzione su tale aspetto possiamo andare ad individuare i parametri che hanno influito maggiormente sul punteggio<sup>2</sup>.

Partendo dal 2002, l'anno antecedente il crack finanziario, possiamo verificare che tale punteggio è stato negativamente influenzato in primo luogo dalla presenza di un forte azionista di maggioranza rappresentato dalla Famiglia Tanzi, inoltre erano presenti strumenti finanziari ed erano previste operazioni straordinarie a favore dei finanziatori a garanzia dei finanziamenti erogati. Per concludere, un altro aspetto rilevante è

---

<sup>2</sup> Tutti i parametri e i risultati a cui si farà riferimento sono riportati nell'allegato (pag 350).

imputabile al fatto che il debito non era inferiore a 2 volte il Patrimonio Netto e contemporaneamente lo stesso debito non era inferiore a 4 volte il Reddito Operativo Lordo.

Nel triennio 2007/2009 si può constatare un miglioramento del punteggio della sottoclasse imputabile a diversi aspetti quali: l'assenza di un azionista di riferimento, l'assenza di azioni di risparmio e/o privilegiate, la presenza di diritti di opzione in caso di aumento di capitale, l'istituzione di collegi arbitrali per risolvere le controversie tra soci, l'assenza di strumenti finanziari (warrant, POC, ecc) o la previsione di operazioni straordinarie (warrant, POC, ecc) che avrebbero potuto in qualche modo alterare l'assetto proprietario, inoltre da sottolineare la presenza di un debito < 2 volte il Patrimonio Netto ed < 4 volte il Reddito Operativo Lordo.

Da evidenziare, esclusivamente per l'anno 2008, la presenza di un patto parasociale con ripercussione negative sul punteggio parziale rispetto l'anno precedente e quello successivo.

Nel dettaglio il capitale è composto da azioni ordinarie aventi tutti i diritti e gli obblighi ai sensi di legge. Le azioni sono nominative, danno diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie della società secondo le norme di legge e di statuto e attribuiscono i diritti amministrativi patrimoniali previsti per le azioni con diritto di voto.

Non vi sono:

- azioni proprie o proposte per il loro acquisto
- tipologie diverse di azioni

- accordi tra azionisti di cui Parmalat sia a conoscenza (patti parasociali) tranne che per l'esercizio 2008 in cui in occasione dell'assemblea del 9 aprile 2008 è stato depositato presso la Consob e presso la sede sociale un patto sottoscritto tra Lehman Brothers International (Europe), Angelo, Gordon & Co. LP, Stark Master Fund Ltd., Stark Master Fund Ltd, Stark GGlobal Opportunities Master Fund Ltd, Stark Criterior Master Fund Ltd, MKM Longboat Multistrategy Master Fund Ltd e Zenit Fund che aveva per oggetto esclusivamente la presentazione delle liste e il voto in assemblea dei soci chiamata a nominare gli organi sociali, la quota del patto era inferiore al 20% del capitale sociale.

Tra gli azionisti ci sono dei fondi di private equity ma questi non sono in posizione dominante, anche se considerando una partecipazione assembleare di circa il 30% è abbastanza rilevante ai fini delle decisioni. La quota di Mackenzie Cundill Investments Mng. Ltd acquisita nel 2008 e mantenuta l'anno successivo.

Le strategie di fondo della società sono di lungo termine, anche nell'ottica di raccogliere la fiducia del mercato e dei consumatori e risollevarsi dalla crisi passata.

È presente un comitato per il contenzioso per risolvere le controversie tra soci o soci e organi sociali.

Il debito è < 2\*patrimonio netto in tutti e tre gli esercizi:

2007: 1.885,6 < 2(2.685,3)

2008: 1.527,7 < 2(2.842,1)

2009: 1.337,1 < 2(3.256,8)

Il capitale di rischio è maggiore rispetto alla media delle altre aziende del settore

Per quanto riguarda la sottoclasse *Assemblea dei Soci* i punteggi evidenziano un miglioramento del funzionamento di tale organo; infatti per l'anno 2002 la sottoclasse aveva ottenuto un punteggio pari a 4,1625 mentre nel triennio 2007/2009 ha ottenuto un punteggio 8,325. Tale miglioramento è imputabile al fatto che siano state introdotte delle previsioni statutarie di maggioranze qualificate per delibere inerenti a piani strategici o aumenti di capitale non presenti nel 2002.

L'Assemblea è convocata e delibera in sede ordinaria e straordinaria ai sensi di legge. Vanno fatte salve le delibere dell'assemblea straordinaria e la modifica di alcuni articoli dello Statuto sociale riguardanti gli organi societari, che necessitano, almeno fino all'approvazione del bilancio relativo al 2009, del voto favorevole di tanti soci che rappresentano il 95% del capitale.

Il punteggio ottenuto nel triennio sottoposto ad analisi è tuttavia ridotto; in quanto l'approvazione dei piani pluriennali, di particolari operazioni di finanziamento, la ratifica di joint venture, acquisizione o cessione di partecipazioni in altre società spettano al Consiglio di Amministrazione mentre l'assemblea dei soci ne è esclusa, inoltre non sono presenti previsioni statutarie relative a maggioranze qualificate per delibere inerenti a piani strategici o aumenti di capitale e neppure la previsione di un voto unanime dei soci in caso di delibere comportanti variazioni dei diritti individuali dei soci.

La sottoclasse *Tutela degli azionisti* presenta un notevole incremento di punteggio rispetto l'anno 2002; infatti passa da 3,02 a 18,16.

La sottoclasse ha riportato un punteggio elevato in ragione del nuovo atteggiamento necessario a riacquistare la fiducia del mercato dopo il crack della precedente gestione.

Rispetto il 2002 Parmalat S.p.A. ha adottato il Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana S.p.a. ed inoltre il CdA ha approvato un proprio codice di autodisciplina "Codice di autodisciplina Parmalat".

La governance adottata è basata sul modello tradizionale fondato su: Assemblea dei soci, Consiglio di Amministrazione assistito da Comitati consultivi, Collegio Sindacale e Società di Revisione come organo esterno. Il modello di Governance è completato da poteri e deleghe, da procedure per il controllo interno, dal codice di autodisciplina Parmalat, dal codice di condotta, da un codice etico, da un codice di comportamento in materia di internal dealing e dal Modello di organizzazione, gestione e controllo (ex D.Lgs. 231/2001).

Per quanto riguarda il funzionamento delle riunioni assembleari la società non ha adottato di uno specifico regolamento di assemblea. Ciò anche in considerazione del fatto che i poteri attribuiti statutariamente al Presidente dell'assemblea lo mettono in condizione di mantenere un ordinato svolgimento delle riunioni, evitando i rischi che potrebbero derivare dall'inosservanza da parte dell'assemblea delle disposizioni regolamentari.

Per la nomina di sindaci e consiglieri è previsto il voto di lista. Hanno diritto di presentare le liste gli azionisti che, da soli o con altri, siano complessivamente titolari almeno dell'1% del capitale sociale avente diritto di voto in assemblea ordinaria.

Gli amministratori e i sindaci ricevono per tempo, contrariamente a quanto avveniva in precedenza, unitamente all'avviso di convocazione delle riunioni, la documentazione illustrativa delle materie che devono essere discusse, salvo i casi d'urgenza o di necessità di salvaguardia di particolari esigenze di riservatezza. È comunque assicurata un'esauriente trattazione degli argomenti. Ove occorra intervengono su invito dell'A.D. i dirigenti per fornire chiarimenti sugli argomenti all'ordine del giorno.

Il dialogo con gli azionisti e gli investitori istituzionali, oltre che in occasione delle assemblee, è costantemente garantito dalla funzione Investor Relator, di cui esiste una sezione dedicata sul sito web della società. Tale sezione si occupa dell'organizzazione di incontri periodici con la comunità finanziaria e della funzione Affari Societari.

Aspetto fondamentale nel triennio 2007/2009 è l'assenza di operazioni significative con parti correlate contrariamente al 2002 dove erano presenti operazioni con parti correlate riconducibili inoltre agli azionisti di riferimento.

Per la classe Assetti Proprietari si è passati da un punteggio pari a 3,64 relativo all'anno 2002 a punteggi prossimi a 12 per il triennio 2007/2009.

Sulla base dei punteggi ottenuti è possibile affermare che successivamente al crack finanziario si è assistito ad un processo di riorganizzazione degli assetti proprietari caratterizzato da una minore concentrazione proprietaria e di potere.

Passiamo ora ad analizzare la seconda classe Capacity and Control.

Per la sottoclasse *Consiglio di Amministrazione* si è riscontrato, anche in questo caso, un notevole incremento di punteggio passando da 1,09 del 2002 a punteggi vicini a 19 per gli anni 2007/08/09.

Per il triennio 2007/2009 è emerso quanto segue.

Il CdA è composto:

Raffaele Picella, Presidente

Enrico Bondi, Amministratore delegato (e presidente della fondazione creditori Parmalat)

Piergiorgio Alberti, Massimo Confortini, Marco de Benedetti, Andrea Guerra, Vittorio Mincato, Erder Mingoli, Marzio Saà, Carlo Secchi, Ferdinando Superti Furga sono i 9 amministratori indipendenti, un numero maggiore dei 6 richiesti dallo Statuto.

Tutti i consiglieri eccetto il Presidente e l'A.d. hanno cariche di amministratori in altre società.

Lo Statuto prevede che la carica di Presidente del CdA non possa essere cumulata con la carica di Amministratore Delegato.

Nel corso dei vari esercizi i CdA si è riunito rispettivamente 12, 13 e 7 volte con presenze elevate dei consiglieri:

	2007	2008	2009
Raffaele Picella	100%	92,3%	100%
Enrico Bondi	100%	100%	100%
Piergiorgio Alberti	83,3%	92,3%	57,1%
Massimo Confortini	83,3%	100%	100%
Marco de Benedetti	83,3%	100%	85,7%
Andrea Guerra	58,3%	69,2%	71,4%
Vittorio Mincato	100%	84,6%	85,7%
Erder Mingoli	91,7%	100%	100%
Marzio Saà	100%	100%	100%
Carlo Secchi	100%	100%	100%
Ferdinando Superti Furga	100%	92,3%	100%

È prevista e effettuata la verbalizzazione degli incontri.

Parmalat S.p.A. non presenta una procedura per la nomina di un Lead Independent Director in quanto non sussistono i presupposti indicati dal Codice di Autodisciplina per la nomina.

Il Consiglio ha espresso un orientamento massimo di incarichi compatibile con un efficace svolgimento dell'incarico di amministratore di Parmalat S.p.A. ovvero un numero non superiore a 5 incarichi di amministratore o sindaco (incluso l'incarico nel Consiglio di Parmalat

S.p.a.) in società quotate in mercati regolamentati italiani o esteri. In via generale questo limite può essere derogato con deliberazione motivata del CdA.

Gli amministratori indipendenti si sono riuniti una volta ogni esercizio in assenza degli altri amministratori.

Il Consiglio ha effettuato un processo di autovalutazione sulla dimensione, composizione e funzionamento del Consiglio stesso e dei suoi comitati tramite la compilazione di un questionario da parte dei membri del CdA che hanno espresso il loro parere e i loro orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in Consiglio possa essere ritenuta opportuna. Il questionario è stato sottoposto in via preliminare al Comitato per il controllo interno e la corporate governance che ha poi provveduto a esaminarne gli esiti e formulare un resoconto al CdA.

I sindaci partecipano alle riunioni del CdA durante le quali sono informati sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale della società e/o delle sue controllate.

Un punto all'ordine del giorno delle assemblee riguarda l'informativa al CdA sulle attività svolte dall'A.d..

Il CdA ha attribuito deleghe definendone limiti, modalità d'esercizio, periodicità dell'informativa. Si è riservato l'esame delle operazioni aventi particolare rilievo economico, finanziario e patrimoniale incluse le operazioni con parti correlate. Ha definito linee guida e criteri per l'identificazione delle operazioni significative che sono descritti nella

relazione sulla gestione. Inoltre vi sono apposite procedure per l'esame e l'approvazione delle operazioni con parti correlate descritte anche queste nella relazione.

Gli amministratori non detengono partecipazioni, l'Amministratore delegato non coincide con l'azionista di riferimento.

La sottoclasse presa in esame è sicuramente tra le sottoclassi in cui si sono registrati i maggiori cambiamenti.

Innanzitutto si è assistito ad una separazione tra le cariche tra A.D. e Presidente e non si registra la presenza di membri della famiglia di controllo nel Cda con deleghe operative.

Si è introdotto il numero massimo di incarichi che possono essere svolti dagli amministratori in altre società.

Contrariamente al 2002 gli amministratori indipendenti si sono riuniti in assenza degli altri amministratori e sono state introdotte procedure di autovalutazione del C.d.A. e successivamente sono stati resi noti i risultati ottenuti favorendo una maggiore informativa.

Inoltre sono state introdotte rispetto il passato una serie di previsioni quali:

- *Presenza di limiti all'attribuzione di deleghe da parte degli amm.ri;*
- *Previsione di maggioranze qualificate per la deliberazioni di particolari materie;*
- *Presenza voto di lista per nomina componenti del CdA;*
- *Previsione di competenze esclusive su alcune materie.*

Previsioni che permettono di evitare un accentramento di potere favorendo l'organo collegiale.

Si è cercato, inoltre, di stabilire i confini entro i quali gli amministratori possono operare, di separare intromissioni della proprietà rispetto le nomine e l'operato del consiglio e di favorire una maggiore comunicazione interna.

Passando ora ad analizzare i comitati presenti all'interno della società, riscontriamo, in primis, l'assenza del *Comitato Esecutivo* per il triennio sottoposto ad analisi.

Vi è invece la presenza del *Comitato per il controllo interno* composto da tre membri non esecutivi e indipendenti con funzioni consultive e propositive. Alle riunioni del comitato partecipa anche il Presidente del Collegio Sindacale e due volte l'anno la Società di revisione.

Nel 2009 hanno partecipato su invito del comitato il Presidente del CdA, l'A.d., il CFO e il Direttore generale delle attività operative.

Il Comitato si è riunito rispettivamente 9, 8 e 7 volte con una presenza totalitaria di tutti i membri: Marzio Saà (presidente), Carlo Secchi e Ferdinando Superti Furga.

La società ha nominato i Preposti al controllo interno, indipendenti gerarchicamente dai responsabili delle aree operative. Il ruolo è stato attribuito dal CdA al responsabile di Internal Audit del gruppo, dott. Francesco Albieri, che riporta direttamente all'A.d. e informa periodicamente il Comitato per il controllo interno e la corporate Governance ed il Collegio Sindacale.

L' Amministratore Delegato è l'amministratore esecutivo incaricato di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo interno. Definisce gli strumenti e le modalità di attuazione, in esecuzione degli indirizzi stabiliti dal CdA, assicura l'adeguatezza complessiva del sistema stesso, la sua concreta funzionalità, il suo adeguamento alle modifiche operative e al contesto legislativo e regolamentare.

La società ha completato un processo di risk assessment sui principali processi operativi che consentirà una migliore e più puntuale identificazione e gestione dei rischi.

Rispetto al 2002 si è introdotta una procedura di identificazione dei rischi aziendali e si è registrata la partecipazione dei sindaci alle riunioni del comitato; per tale motivo, anche in questo caso, il punteggio assegnato alla sottoclasse è passato da 2,77 a 3,88.

Il *Comitato per le nomine* è composto da tre membri non esecutivi e indipendenti. Si sono riuniti 2 volte nel 2007, 3 volte nel 2008 e 3 volte nel 2009 con le seguenti presenze:

	2007	2008	2009
Carlo Secchi (presidente)	100%	100%	100%
Andrea Guerra	100%	100%	100%
Marco de Benedetti	100%	80%	100%

Nel 2002 il comitato nomine non era presente.

La sottoclasse *Comitato per la remunerazione* come le precedenti ha registrato dei miglioramento rispetto il passato imputabile al fatto che nel 2002 la maggioranza dei membri non era indipendente.

Nel triennio 2007/2009 il comitato remunerazione coincide col Comitato per le nomine, è denominato "*Comitato per le nomine e le remunerazioni*".

Non esistono piani di stock option in Parmalat S.p.a. né compensi legati agli obiettivi o ai risultati economici.

Gli amministratori ricevono un compenso fisso più una parte variabile in funzione della percentuale di partecipazione alle adunanze consiliari.

Il Presidente e l'A.d. ricevono un ulteriore compenso rispettivamente di 250.000.000 € e 500.000.000 €.

I membri dei Comitati interni ricevono un compenso per la partecipazione a ogni singola riunione del Comitato di 6.500€ per il Presidente e 3.900€ per gli altri membri.

La *sottoclasse Collegio Sindacale*, è la sottoclasse, unitamente alla sottoclasse Consiglio di amministrazione, che ha registrato il maggior aumento di punteggio passando da un valore di -6,8 nel 2002 a valori pari a 0 per gli anni 2007/08 per tornare a valori di -2,27 per l'anno 2009.

Per il triennio 2007/2009 il Collegio sindacale era formato da 3 membri effettivi e due supplenti (Massimo Colavolpe e Marco Benvenuto Lovati).

Si è riunito 18, 13 e 17 volte nei tre esercizi considerati.

La presenza alle riunioni è stata la seguente:

	2007	2008	2009
Alessandro Dolcetti (presidente)	100%	100%	100%

Enzio Bermani	100%	92,3%	100%
Mario Magenes	100%	100%	47,1%
Renato Colavolpe	-	-	47,1%

Il dott. Magenes è anche membro dell'Organo di Vigilanza in cui ha partecipato a tutte le riunioni del 2007 e 2008.

Nel 2009 Colavolpe è subentrato a seguito del decesso del sindaco effettivo Magenes, e Bermani ha preso il posto di Magenes come membro dell'Organo di Vigilanza partecipando a tutte le riunioni da quando è entrato in carica.

Questo Collegio sindacale è stato nominato dall'Assemblea dei soci l'8 novembre 2005 e riconfermato il 9 aprile 2008. Non sono presenti sindaci eletti dalle minoranze in quanto al momento delle elezioni era presente una sola lista. I soci che hanno diritto di presentare una lista devono essere titolari da soli o insieme a altri azionisti di azioni rappresentanti almeno l'1% del capitale sociale.

I sindaci sono scelti tra persone qualificate come indipendenti in base ai criteri del codice di autodisciplina con riferimento agli amministratori. Il Collegio verifica il rispetto di detti criteri dopo la nomina e successivamente, con cadenza annuale, esponendo l'esito di tale verifica nella Relazione annuale della Corporate Governance.

Oltre i casi previsti dalla legge non possono essere eletti sindaci, e se eletti decadono

- tutti coloro che ricoprono la carica di sindaco effettivo in più di 5 società italiane quotate in mercati regolamentati o in soggetti nei

confronti dei quali, almeno 180 giorni prima della data fissata nell'Assemblea prevista per la nomina, siano state proposte azioni giudiziarie da parte della società o da sue danti causa

- soggetti che siano stati amministratori, sindaci, direttori generali o finanziari, anteriormente al 30 giugno 2003, di società comprese a tale data nel Gruppo Parmalat o imputati a procedimenti penali connessi all'insolvenza del Gruppo Parmalat o che siano stati condannati a risarcimenti, anche con sentenza non passata in giudicato.

I sindaci ricoprono anche altre cariche e svolgono attività professionale, ma non detengono azioni.

Le ultime tre relazioni non contengono rilievi.

Ciò che caratterizza il punteggio riportato dalla sottoclasse rispetto l'anno 2002 è la determinazione del numero massimo di incarichi svolti dai sindaci, la definizione dei requisiti di indipendenza.

Si registra una diminuzione di punteggio dall'anno 2008 al 2009 dovuta alla nomina di nuovi sindaci.

Per finire la sottoclasse *Società di Revisione* passa da un punteggio di 4 per il 2002 a punteggi pari a 12 per il 2007/08/09.

Nel triennio analizzato la Società di revisione incaricata è la PricewaterhouseCoopers S.p.a., l'incarico è stato conferito con delibera assembleare del 15 marzo 2005 e prorogato con delibera assembleare del 28 aprile 2007. La Società resta in carico fino all'approvazione del bilancio 2013.

Le ultime relazioni non contengono richiami di informativa, né limitazioni o eccezioni.

Contrariamente a quanto registrato per gli anni 2007/08/09 nel 2002 si registra l'assenza del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e la presenza di richiami di informativa, limitazioni o eccezioni nelle relazioni di revisione.

Per la classe Capacity and Control si è passati da un punteggio pari a 1,90 a punteggi pari a 16.

Come per la classe Assetti Proprietari anche in questo caso si è assistito ad un processo di riorganizzazione interna che ha toccato maggiormente l'organo esecutivo è l'organo di controllo, andando ad equilibrare i poteri all'interno dell'organo collegiale e prestabilendo i requisiti di indipendenza per l'organo di controllo.

La classe rispetto al passato ha sicuramente apportato delle migliorie a livello di governance riscontabili per:

- il comitato per il controllo interno formato da membri non esecutivi e indipendenti, con un'ampia partecipazione alle riunioni sia dei revisori, che dei consiglieri e sindaci e per il comitato per le nomine composto da membri indipendenti, non esecutivi e che partecipano alle riunioni del comitato

Tuttavia è possibile riscontare ancora alcune lacune quali ad esempio:

- l'assenza del comitato esecutivo

- la presenza di sindaci che ricoprono altre cariche o svolgono attività professionale in modo da non dedicare interamente il loro tempo alla società
- l'assenza di stock option e remunerazioni legate alle performance economiche.

Per concludere l'analisi ci soffermiamo sulla classe *Informativa*.

Anche per questa classe si è registrato un incremento sostanziale di punteggio passando da -11,52 per l'anno 2002 a punteggi pari a 0 per il triennio 2007/2009.

A livello di informativa è possibile affermare che in passato vi erano forti carenze per quel che riguarda la comunicazione esterna; infatti non erano presenti una serie di procedure necessarie ad una comunicazione completa verso tutti gli stakeholder quali:

- *presenza di procedura in materia di Internal Dealing*
- *presenza procedura per la gestione delle informazioni privilegiate*
- *presenza di procedura per la gestione di operazioni con parti correlate;*  
*esclusione consigliere interessato alla decisione di op. con parte correlate*
- *presenza del Registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate*

Inoltre sempre per l'anno 2002, contrariamente a quanto avviene nel triennio 2007/2009, non vengono riportate le strategie di management, le motivazioni degli scostamenti rispetto ai piani previsionali.

L'informativa è la classe a cui la società Parmalat ha dedicato larga attenzione disciplinando procedure e regole, per ciò che attiene la comunicazione interna e soprattutto esterna per poter garantire un'informazione completa a fronte delle esigenze di tutti gli stakeholder. La società dedica molta attenzione verso i diritti degli azionisti sia per quel che riguarda il loro diritto di voto e soprattutto per quel che riguarda le informazioni di natura privilegiata, in ambito contabile e strategico.

A seguito degli avvenimenti legati al crack finanziario, Parmalat S.p.A. ha adottato una politica di comunicazione che prevede un costante dialogo con gli investitori istituzionali, con gli azionisti e con il mercato. Tale approccio ha l'obiettivo di assicurare una regolare diffusione delle informazioni in modo completo, e tempestivo.

L' informativa al mercato è costantemente assicurata da comunicati stampa e da incontri periodici con gli investitori istituzionali.

Sul sito societario è presente e disponibile tutta la documentazione societaria. La società promuove ogni iniziativa volta a favorire la partecipazione più ampia possibile degli azionisti alle riunioni assembleari e a rendere agevole l'esercizio dei loro diritti, mediante la diffusione dell'avviso di convocazione sulla Gazzetta Ufficiale e su almeno due dei quotidiani a diffusione nazionale, nonché sul Financial Times e mediante la pubblicazione del materiale informativo sul sito della Società almeno 15 giorni prima dello svolgimento dell'assemblea.

Come già sottolineato è presente una funzione Investor Relation.

Il modello di Governance è completato da un codice di comportamento in materia di Internal Dealing atto a disciplinare gli obblighi informativi e le modalità di comportamento da osservare nel compimento di operazioni su strumenti finanziari emessi dalla società, come previsto dal regolamento Consob 11971, da parte di soggetti "rilevanti" che hanno accesso ad informazioni privilegiate sulla società e il gruppo. Ai soggetti rilevanti è richiesto, inoltre, di firmare una dichiarazione di conoscenza del codice di comportamento.

Da quanto emerge dal sito societario amministratori, sindaci e dipendenti della società sono tenuti a mantenere riservati i documenti e le informazioni acquisiti nello svolgimento dei loro compiti e a rispettare la procedura prescritta per la comunicazione all'esterno di tali documenti e informazioni. Tale procedura adottata nel 2005 è stata istituita per la gestione interna e la comunicazione esterna dei documenti e delle informazioni di natura privilegiata.

La procedura suddetta definisce ruoli, modalità operative e responsabilità per le comunicazioni e la diffusione di informazioni concernenti la società e il gruppo la cui diffusione deve comunque essere preventivamente autorizzata dall'A.D.

È stato istituito il registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate, gestito mediante supporto informatico e predisposto secondo le indicazioni Consob.

Il registro contiene l'identità di ogni persona che ha accesso su base regolare o occasionale a informazioni privilegiate, il motivo per cui la

persona è iscritta, tutti gli eventuali aggiornamenti delle informazioni riferite ai diversi soggetti, la data di iscrizione e di ogni aggiornamento.

Il CdA ha definito procedure per l'esame e l'approvazione di operazioni con parti correlate descritte nella relazione sulla gestione. In particolare il CdA verifica che le operazioni nelle quali un amministratore sia portatore di un interesse vengano compiute in modo trasparente e rispettino i criteri di correttezza sostanziale e procedurale.

Il CdA approva preventivamente le operazioni con parti correlate, comprese quelle infragruppo, salvo le operazioni tipiche o usuali o concluse a condizioni standard. Quelle sottoposte al CdA hanno per oggetto corrispettivi, modalità o tempi di realizzazione, con possibili effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla correttezza o completezza delle informazioni, anche contabili. Specifica evidenza è data alle operazioni di valore superiore a 50 milioni di euro e a quelle concluse a condizioni non standard.

Le informazioni relative a bilanci, relazioni trimestrali e semestrali, assetti proprietari, composizione degli organi sociali, andamento in borsa, comunicati stampa, curricula dei consiglieri, Statuto, corporate governance, compensi agli amministratori sono tutte accessibili al pubblico.

Nel sito aziendale sono presenti una sezione contact us, una dedicata alle assemblee degli azionisti e un'area che riporta le strategie manageriali.

All'inizio dei bilanci è presente una "lettera agli azionisti" che indica i risultati raggiunti e le motivazioni di scostamento rispetto ai piani.

## **CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE**

L'analisi condotta su Parmalat S.p.A. per l'anno 2002 ed il triennio successivo ha evidenziato per l'anno antecedente il crack finanziario una classe di merito E, per il 2007 B, mentre per il 2008/2009 C.

È evidente che il modello è stato in grado di restituire dei risultati, per gli anni sottoposti ad analisi, allineati alle aspettative di partenza; in tal senso ci aspettavamo un risultato pessimo per il 2002 ed un netto miglioramento per il triennio considerato.

Durante il triennio sottoposto ad analisi, si è registrato un declassamento di rating imputabile ad alcuni cambiamenti della governance societaria.

Relativamente all'anno 2002, da quanto emerso precedentemente, si sono registrati risultati negativi per la totalità delle classi mentre a livello di sottoclasse in alcuni casi i risultati ottenuti non sono stati sottoposti a penalizzazioni.

È possibile affermare che tali punteggi non negativi sono riconducibili all'esistenza formale del comitato esecutivo e del comitato per il controllo interno; tuttavia, come è emerso durante le indagini giudiziarie, da un punto di vista sostanziale l'operatività di tali organi era subordinata all'ingerenza di amministratori e proprietà.

Relativamente agli assetti proprietari la società presentava grandi lacune sia per quel che concerne la composizione dell'azionariato caratterizzata da una forte concentrazione proprietaria sia da un non corretto funzionamento dell'assemblea degli azionisti. La sottoclasse tutela degli azionisti presenta, a sua volta, elementi negativi rappresentati dalla presenza di operazioni con parti correlate.

La governance societaria presentava forti concentrazioni di potere ed ingerenze da parte di amministratori e soci di maggioranza, con forti ripercussioni sul governo societario e sul funzionamento di organi di gestione e di controllo.

La comunicazione intera ed esterna, come già detto precedentemente, non era adeguata alle necessità informative degli stakeholders.

Per il triennio 2007/2009 è possibile notare un netto miglioramento di tutte le classi.

La composizione azionariato e l'assemblea dei soci hanno registrato punteggi per il 2007/09 di poco superiori alla media, contrariamente la sottoclasse tutela degli azionisti ha registrato un notevole incremento di punteggio a dimostrazione del fatto che la nuova gestione ha prestato notevole attenzione a tutte le categorie di soci.

Dal punto di vista della governance si assiste ad un netto miglioramento della composizione e del funzionamento degli organi di gestione e controllo.

Il consiglio di amministrazione registra per l'anno 2002 un punteggio pari a -1,09 mentre successivamente passa a 19,68. Nel processo di

riorganizzazione dell'organo di gestione si è assistito alla separazione della carica tra Amministratore delegato e Presidente, non si registra la presenza di membri della famiglia con deleghe operative all'interno del cda, è stato determinato il numero di incarichi massimo svolti da ciascun amministratore e presenze di limiti nell'attribuzione di deleghe e sono state inserite procedure di autovalutazione. Il risultato registrato è buono tuttavia vi sono ancora margini di miglioramento attraverso l'inserimento di più amministratori delegati, inserendo amministratori indipendenti che non svolgano attività professionale e all'inserimento di un lead independent director.

Ampi margini di miglioramento si sono registrati per la sottoclasse collegio sindacale grazie anche la definizione dei requisiti di indipendenza; anche in questo caso vi sono margini di miglioramento in quanto i sindaci svolgono attività professionale e svolgono numerosi incarichi ed in tal senso non sono prestabiliti limiti.

Per concludere la classe informativa, come già detto, è la classe che ha subito una riorganizzazione fondamentale e che per il periodo analizzato non presenta lacune.

## **11.4 GOVERNANCE E PERFORMANCE ECONOMICHE**

L'analisi proseguirà andando brevemente ad analizzare le performance economiche/finanziarie di Parmalat S.p.A. nel triennio 2007/2009 comparandole con i rating della governance ottenuti nello stesso arco temporale.

L'obiettivo è quello di evidenziare l'esistenza di una possibile correlazione tra buone performance e buona governance; in tal senso l'analisi si limiterà di evidenziare se a risultati positivi corrisponde una classe di merito positiva.

Si confronterà la classe di merito dell'anno sottoposto ad analisi con le performance ottenute l'anno successivo. Le ragioni di un simile confronto sono racchiuse nel fatto che le scelte di governo registrano risultati negli anni successivi all'anno in cui tale governo societario opera.

Di seguito riportiamo le performance ottenute da Parmalat s.p.a.<sup>3</sup>:

---

<sup>3</sup> I risultati sono stati scaricati dal sito societario.

# Dati di Sintesi

## Principali dati economici (in milioni di euro)

GRUPPO PARMALAT		PARMALAT S.P.A.	
ESERCIZIO 2007	ESERCIZIO 2008	ESERCIZIO 2008	ESERCIZIO 2007
3.863,7	3.910,4		
		FATTURATO NETTO	896,5
366,6	316,6		869,4
		MARGINE OPERATIVO LORDO	59,7
767,9	738,8		78,4
		UTILE OPERATIVO NETTO	539,3
674,4	675,7		568,2
		UTILE DELL'ESERCIZIO	615,4
19,7	18,8		554,7
		UTILE OPERATIVO NETTO/RICAVI (%)	58,5
17,3	17,2		63,5
		UTILE DELL'ESERCIZIO/RICAVI (%)	66,7
			62,1

## Principali dati finanziari (in milioni di euro)

GRUPPO PARMALAT		PARMALAT S.P.A.	
31.12.2007	31.12.2008	31.12.2008	31.12.2007
855,8	1.108,8		
		DISPONIBILITÀ FINANZIARIE NETTE	1.441,2
38,0	41,6		1.231,3
		ROI (%) <sup>(1)</sup>	86,8
28,5	24,5		73,6
		ROE (%) <sup>(1)</sup>	23,8
0,6	0,7		25,1
		PATRIMONIO/ATTIVO	0,8
(0,3)	(0,4)		0,8
		PFN/PATRIMONIO	(0,5)
0,16	0,15		(0,5)
		FLUSSO DA ATTIVITÀ D'ESERCIZIO PER AZIONE	0,05
			0,08

(1) Indici calcolati utilizzando i dati economici annualizzati e i dati patrimoniali mediati tra inizio e fine esercizio

# Dati di Sintesi

## Principali dati economici (in milioni di euro)

GRUPPO PARMALAT		PARMALAT S.P.A.	
ESERCIZIO 2008	ESERCIZIO 2009	ESERCIZIO 2009	ESERCIZIO 2008
3.910,4	3.964,8		
		FATTURATO NETTO	820,0
316,6	367,8		896,5
		MARGINE OPERATIVO LORDO	73,3
738,8	666,8		59,7
		UTILE OPERATIVO NETTO	386,7
675,7	521,5		539,3
		UTILE DELL'ESERCIZIO	372,8
18,8	16,7		615,4
		UTILE OPERATIVO NETTO/RICAVI (%)	45,8
17,2	13,1		58,5
		UTILE DELL'ESERCIZIO/RICAVI (%)	44,1
			66,7

## Principali dati finanziari (in milioni di euro)

GRUPPO PARMALAT		PARMALAT S.P.A.	
31.12.2008	31.12.2009	31.12.2009	31.12.2008
1.108,8	1.384,6		
		DISPONIBILITÀ FINANZIARIE NETTE	1.486,8
41,6	37,1		1.441,2
		ROI (%) <sup>(1)</sup>	63,6
24,5	17,1		86,8
		ROE (%) <sup>(1)</sup>	13,4
0,7	0,7		23,8
		PATRIMONIO/ATTIVO	0,9
(0,4)	(0,4)		0,8
		PFN/PATRIMONIO	(0,5)
0,15	0,18		(0,5)
		FLUSSO DA ATTIVITÀ D'ESERCIZIO PER AZIONE	0,06
			0,05

(1) Indici calcolati utilizzando i dati economici annualizzati e i dati patrimoniali mediati tra inizio e fine esercizio.

# Dati di Sintesi

## Principali dati economici (in milioni di euro)

GRUPPO PARMALAT			PARMALAT S.P.A.	
ESERCIZIO 2009	ESERCIZIO 2010		ESERCIZIO 2010	ESERCIZIO 2009
3.964,8	4.301,0	FATTURATO NETTO	820,5	820,0
367,8	377,3	MARGINE OPERATIVO LORDO	69,7	73,3
666,8	334,2	UTILE OPERATIVO NETTO	98,0	386,7
521,5	285,1	UTILE DELL'ESERCIZIO	128,3	372,8
16,7	7,7	UTILE OPERATIVO NETTO/RICAVI (%)	11,4	45,8
13,1	6,5	UTILE DELL'ESERCIZIO/RICAVI (%)	14,9	44,1

## Principali dati finanziari (in milioni di euro)

GRUPPO PARMALAT			PARMALAT S.P.A.	
31.12.2009	31.12.2010		31.12.2010	31.12.2009
1.384,6	1.435,2	DISPONIBILITÀ FINANZIARIE NETTE	1.345,0	1.486,6
37,1	16,9	ROI (%) <sup>1</sup>	14,6	63,6
17,1	8,4	ROE (%) <sup>1</sup>	4,5	13,4
0,7	0,8	PATRIMONIO/ATTIVO	0,9	0,9
(0,4)	(0,4)	PFN/PATRIMONIO	(0,5)	(0,5)
0,18	0,19	FLUSSO DA ATTIVITÀ D'ESERCIZIO PER AZIONE	0,01	0,06

(1) Indici calcolati utilizzando i dati economici annualizzati e i dati patrimoniali mediati tra inizio e fine esercizio.

Riportiamo ora i rating della governance ottenuti per l'arco temporale 2007/2009:

SOCIETÀ PARMALAT S.p.A.	RATING FINALE	CLASSE DI MERITO
2007	<b>27,6058</b>	B
2008	<b>26,5022</b>	C
2009	<b>26,6065</b>	C

Da un confronto è possibile notare che, per alcuni indici e valori, l'anno 2007 in classe di merito B sono stati registrati per l'anno 2008 performance migliori rispetto agli anni 2008/2009 in classe di merito C con risultati peggiori.

Se soffermiamo l'attenzione sul primo valore "fatturato netto" è possibile notare che per il 2008 tale valore era pari a € 896,5 milioni correlata alla classe di merito B relativa al 2007, per l'anno 2009 era pari a € 820,0 milioni correlata alla classe di merito C relativa al 2008 e per concludere l'anno 2010 registra un fatturato netto paria € 820,5 milioni correlata alla classe di merito C del 2009.

Per gli ultimi due anni è possibile evidenziare che l'anno 2009 ha ottenuto un punteggio di rating leggermente superiore al 2008 ed in tal senso anche il fatturato netto relativo al 2009 è leggermente superiore rispetto a quello del 2008.

Per quanto riguarda il ROE passa da 23,8% per il 2008 a 13,4% per il 2009 e 4,5% per l'anno 2010.

Anche in questo caso possiamo notare che dall'anno 2008 al 2009 il valore del ROE ha un calo evidente si ricorda che il 2008 è correlato alla classe di merito B del 2007 mentre il 2009 è correlata alla classe di merito C del 2008; tuttavia il miglioramento riscontrato per il fatturato netto all'interno della classe di merito C in questo caso non si è verificato. Per il ROI è possibile evidenziare lo stesso andamento riscontrato per il ROE.

Se soffermiamo l'attenzione sugli indicatori riportati è possibile affermare che sicuramente vi è un legame tra governance e performance tuttavia non è semplice stabilire quali indicatori e quali valori sono in grado di dimostrare una forte ed univoca correlazione tra questi due aspetti societari.

Inoltre si ritiene che la relazione tra governance e performance possa anche essere condizionata da variabili esogene quali ad esempio la congiuntura economica, per tale motivo anche se la società registra una buona governance tuttavia le proprie performance economiche possono essere condizionate da fattori esterni.

Il governo societario, la sua articolazione interna, il potere esercitato da i vari organi nonché il controllo operato dagli organi preposti, sono sicuramente in grado di esercitare un certa influenza sull'operato societario e di conseguenza sui risultati ottenuti.

Per tale motivo si ritiene che, a tutela di tutti gli stakeholders, il governo societario in tutte le sue componenti debba essere organizzato e strutturato al meglio in quanto dall'operato di tutti gli organi discendono le performance economico/finanziarie della società.

# CONCLUSIONI

Nei capitoli precedenti è stata analizzata a livello teorico la governance societaria, il quadro normativo, gli ambiti di applicazione nonché le possibili relazioni che la governance ha rispetto le performance aziendali. È stata evidenziata la rilevanza della governance in ambito societario le ripercussioni sui vari stakeholders nonché l'importanza di una sua valutazione in campo decisionale strategico.

Al fine di valutare la governance societaria si è cercato di sviluppare un modello in grado di restituire un rating della corporate governance.

Per la costruzione di tale modello si è reso necessario lo studio e l'approfondimento della modellizzazione della realtà sulla base di modelli matematici/statistici nonché le metodologie di creazione del modello e la ricerca di caratteristiche proprie.

Si è ricercato in ambito teorico, ciò che avrebbe potuto caratterizzare una buona governance individuandone gli aspetti fondamentali.

La modellizzazione di tali aspetti ha permesso la creazione del Corporate Governance Rating.

Il CGR è stato creato con l'intento di evidenziare, rispetto i parametri selezionati, se la società sottoposta ad analisi sia caratterizzata o meno da buona governance.

Dall'analisi effettuata su Parmalat S.p.A. è emerso che il modello CGR è stato in grado di segnalare per l'anno 2002 (anno antecedente il crack finanziario) una pessima governance societaria restituendo un rating E.

Al contrario, per l'arco temporale 2007-2009, anni che hanno caratterizzato la riorganizzazione societaria, un rating B per il 2007 e C per i due anni successivi.

Dai risultati ottenuti è possibile affermare che il modello CGR ha confermato le aspettative di partenza, tuttavia si ritiene che il modello possa essere ulteriormente affinato sia da un punto di vista strutturale nonché da un punto di vista valutativo.

CLASSI	PARAMETRI	VALORE	Parmalat	Parmalat	Parmalat	Parmalat
<b>1) <u>ASSETTI PROPRIETARI</u></b>						
<b>1.1) COMPOSIZIONE AZIONARIATO</b>			<b>2002</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
	<b>Capitale sociale</b>	<b>Valore totale</b>	400.000.000	1.652.419.845	1.687.397.257	1.712.558.142
	<b>azioni</b>	<b>numero</b>	400.000.000	1.652.466.014	1.687.397.257	1.712.558.142
	<b>quota maggiore azionista</b>	<b>quota azionista (n°azioni) &gt;50%+1 -1 &lt;50%+1 0</b>	-1	0	0	0
	<b>presenza di azioni proprie</b>	<b>S -1 N 0</b>	0	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>azioni proprie</b>	<b>Valore della quota &gt;10% -1 &lt;10% 0</b>	0	0	0	0
	<b>tipologie azioni diverse</b>	<b>S 0 N 1</b>	0	1	1	1
	<b>incidenza azioni diverse su CS</b>	<b>Valore della quota &gt;30% su CS -1 &lt;30% su CS 0</b>	0	0	0	0
	<b>esistenza patto parasociale</b>	<b>S -1 N 0</b>	0	0	-1	0
	<b>quota detenuta dal patto se di controllo</b>	<b>Valore della quota &lt; 20% -1 &gt;20% 0</b>	0	0	-1	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>Presenza azionisti di riferimento</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	0	0	0
	<b>Presenza azionisti di minoranza</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>Limitazioni circolazione azioni</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Presenza condizioni al trasferimento azioni</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Limitazioni massimo n° di azioni privilegiate emesse</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>Presenza di priorità nella assegnazione degli utili</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Possibilità scalate</b>	<b>S -1 N 0</b>	0	-1	-1	-1
	<b>Previsione della quota di capitale flottante sul mercato</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	0	0	0
	<b>Presenza diritti di opzione in caso di aumento di capitale</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1

			2002	2007	2008	2009
	<b>Presenza di diritti di prelazione in caso di trasferimento o cessione della partecipazione azionaria</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	0	0	0
	<b>Presenza clausole di gradimento ingresso nuovi soci</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	0	0	0
	<b>Presenza previsione esclusione di un socio</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Presenza potere socio di bloccare, in caso di disaccordo, delibere aventi ad oggetto scioglimento anticipato società o modifica oggetto sociale</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>Presenza collegi arbitrali per risolvere controversie tra soci o soci ed organi sociali</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>Predisposizione di una responsabilità <i>personale</i> dei soci nei rapporti interni</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Previsione n° amministratori designabili dalle varie categorie di soci</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Presenza di clausole relative alla possibilità di attribuire poteri di designazione e nomina dei componenti organi esecutivi ai soci/cat soci</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>Previsione in caso di cessione quota di una selezione dell'acquirente</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Riconoscimento al Consiglio di Gestione di collocare azioni inoptate presso terzi</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Tra gli azionisti c'è un fondo di private equity in posizione dominante rispetto agli altri azionisti?</b>	<b>S-1 N0</b>	0	0	0	0
	<b>Negli ultimi tre esercizi la società è stata ceduta da un fondo di private equity ad un altro fondo di private equity?</b>	<b>S-1 N0</b>	0	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>le strategie del fondo sono di lungo termine</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>esistono strumenti (warrant, POC ,ecc) già emessi che potrebbero cambiare l'assetto proprietario</b>	<b>S -1 N 0</b>	-1	0	0	0
	<b>se SI sono stati emessi a favore di finanziatori a garanzia di finanziamenti erogati</b>	<b>S -1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>sono previste per i prossimi anni operazioni straordinarie (warrant, POC ,ecc) che potrebbero cambiare l'assetto proprietario</b>	<b>S -1 N 0</b>	-1	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	se SI saranno emessi a favore di finanziatori a garanzia di finanziamenti erogati	S -1 N 0	-1	0	0	0
	a) il debito è < 2 volte il patrimonio netto; b) debito < 4 volte il Reddito Operativo Lordo	S 1 N 0	0	1	1	1
	capitale di rischio	> media settore 1 < media settore 0	0	0	0	0
<b>1.2) ASSEMBLEA DEI SOCI</b>						
	Approvazione piani pluriennali di determinazione indirizzi gestionali	S 1 N 0	0	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>Approvazione operazioni di finanziamento al di sopra di un certo importo</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Ratifica stipula joint-venture</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Approvazione cessione o acquisizione di partecipazioni in altre società</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Previsioni statutarie di maggioranze qualificate per delibere inerenti a piani strategici o aumenti di capitale</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1

			2002	2007	2008	2009
	<b>Previsione voto unanime dei soci in caso di delibere comportanti variazioni dei diritti individuali dei soci</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Previsione statutarie quorum deliberativi</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>Approvazione bilancio da parte dell'assemblea in caso di mancata approvazione del Consiglio di Sorveglianza</b>	<b>S 0 N 1</b>	0	0	0	0
<b>1.3) TUTELA DEGLI AZIONISTI</b>			<b>2002</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
	<b>Adesione al Codice Preda</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1

			2002	2007	2008	2009
	<b>esistenza di un Codice Etico</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>adozione del Modello Organizzativo</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>presenza regolamento assembleare</b>	<b>S 0 N -1</b>	0	0	0	0
	<b>voto lista per nomina dei consiglieri</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>voto lista per nomina dei sindaci</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1

			2002	2007	2008	2009
	<b>rilascio con margine d'anticipo (almeno 2gg) delle info attinenti gli argomenti del CdA</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>presenza investor relator</b>	<b>S 0 N -1</b>	0	0	0	0
	<b>sezione dedicata nel sito web della società</b>	<b>S 0 N -1</b>	0	0	0	0
	<b>la società effettua operazioni significative con parti correlate esterne al perimetro di consolidamento? (le operazioni con parti correlate sono considerate significative se il rapporto tra effetto economico delle operazioni ed il risultato d'esercizio è superiore al 3%)</b>	<b>S -1 N 0</b>	-1	0	0	0

	nel caso di presenza di operazioni con parti correlate, tali parti sono riconducibili agli azionisti di riferimento?	S -1 N 0	-1	0	0	0
			2002	2007	2008	2009
<b>PUNTEGGIO TOTALE CLASSE ASSETTI PROPRIETARI (PESATO PER 40)</b>			<b>3,637029091</b>	<b>12,49825455</b>	<b>11,73713455</b>	<b>12,49825455</b>
<b><u>PUNTEGGIO TOTALE CLASSE ASSETTI PROPRIETARI (PESATO PER 40) CON PENALITA' 20%</u></b>			<b><u>1,599389091</u></b>	<b><u>11,1664</u></b>	<b><u>10,06288</u></b>	<b><u>11,1664</u></b>
<b>2) <u>GOVERNANCE</u></b>						
<b>2.1) CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE</b>			2002	2007	2008	2009
	coincidenza AD e Presidente o Vice Presidente	S -1 N 0	-1	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>Presenza di membri della famiglia di controllo nel Cda con deleghe operative</b>	<b>S -1 N 0</b>	-1	0	0	0
	<b>presenza di più AD</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>n. amm.ri non esecutivi è maggiore del n. di amm.ri esecutivi</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>amm.ri esecutivi</b>	<b>n° amm.ri esecutivi</b>		1	1	1
	<b>amm.ri indipendenti</b>	<b>n° amm.ri indipendenti</b>		9	9	9

			2002	2007	2008	2009
	<b>Il numero degli incarichi svolti dagli amm.ri indipendenti è &gt;di 10 oppure &lt; a 10</b>	<b>&gt; 10 -1 &lt;10 0</b>	-1	0	0	0
	<b>Gli amministratori indipendenti svolgono attività professionale</b>	<b>S -1 N 0</b>	-1	-1	-1	-1
	<b>presenza consiglieri alle riunioni del CdA</b>	<b>Valore partecipazione rilevata</b> n° di presenze alle riunioni >= media 0 n° di presenze alle riunioni <= media -1	0	0	0	0
	<b>riunioni almeno trimestrali</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1

			2002	2007	2008	2009
	<b>numero riunioni annuali CdA</b>	<b>Valore</b>		12	13	7
	<b>Viene effettuata la verbalizzazione degli incontri degli amministratori</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>presenza del lead independent director</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>consiglieri con cariche di amministratore in altre società</b>	<b>n° di consiglieri con cariche &gt; media -1 n° di consiglieri con cariche &lt; media 0</b>	-1	-1	-1	-1

	<b>determinazione del n. massimo di incarichi degli amm.ri in altre società quotate, nello statuto sociale/regolamento</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>gli amm.ri indipendenti si riuniscono almeno una volta l'anno in assenza di altri amm.tori</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>procedure di autovalutazione del CdA (cd. Self assessment)</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>sono state effettuate delle autovalutazioni</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>sono stati comunicati i risultati delle autovalutazioni</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1

			2002	2007	2008	2009
	<b>partecipazione dei sindaci alle riunioni del CdA</b>	<b>S 0 N -1</b>	0	1	1	1
	<b>Previsione accertamento da parte degli amm.ri del possesso dell'acquirente dei requisiti tecnici e capacità finanziarie necessarie a garantire il conseguimento dell'oggetto sociale</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>Presenza di attribuzioni di poteri di nomina diretta dei soci</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Presenza di limiti all'attribuzione di deleghe da parte degli amm.ri</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1

			2002	2007	2008	2009
	<b>Previsione di maggioranze qualificate per la deliberazioni di particolari materie</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>Presenza voto di lista per nomina componenti del CdA</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>Previsione di competenze esclusive su alcune materie</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>Potere a determinati soci di designazione dell'amministratore delegato</b>	<b>S -1 N 0</b>	-1	0	0	0
	<b>Definizione poteri attribuibili all'amministratore delegato da parte dello statuto</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1

			2002	2007	2008	2009
	<b>Definizione poteri attribuibili all'amministratore delegato da parte del CdA</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>Amm.ri detengono partecipazioni</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	0	0	0
	<b>Presenza di limiti nel delegare determinate funzioni</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>Previsioni di diversi meccanismi decisionali a seconda dell'oggetto decisionale</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>l'amministratore delegato coincide con l'azionista di riferimento</b>	<b>S -1 N 0</b>	-1	0	0	0
	<b>l'azionista di riferimento svolge attività significative nella gestione societaria?</b>	<b>S 0 N 1</b>	0	1	1	1

			2002	2007	2008	2009
	Durante le riunioni periodiche, " <u>tra i punti dell'ordine del giorno</u> " è previsto che il cda venga effettivamente informato della maggior parte delle operazioni svolte	S 1 N 0	0	1	1	1
<b>2.2)COMITATO ESECUTIVO</b>						
	esistenza di un Comitato Esecutivo	S 1 N 0	1	0	0	0
	Numero riunioni comitato esecutivo	n° riunioni comitato > riunioni cda 1 n° riunioni comitato < riunioni cda 0	1	0	0	0
<b>2.3) COMITATO CONTROLLO INTERNO</b>						
	esistenza del CCI	S 1 N 0	1	1	1	1

			2002	2007	2008	2009
	<b>n. membri è maggiore o uguale a 3</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>la maggioranza è indipendente</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>amm.ri non esecutivi</b>	<b>n° amm.ri non esecutivi</b>		3	3	3
	<b>amm.ri indipendenti</b>	<b>n° amm.ri indipendenti</b>		3	3	3
	<b>numero riunioni annuali</b>	<b>Valore</b>		9	8	7

			2002	2007	2008	2009
	<b>partecipazione dei consiglieri alle riunioni</b>	<b>Valore partecipazione rilevata n° di presenze alle riunioni &gt;= media 0 n° di presenze alle riunioni &lt;= media -1</b>	0	0	0	0
	<b>partecipazione del Presidente del Collegio sindacale o di un sindaco alle riunioni</b>	<b>S 0 N -1</b>	0	1	1	1
	<b>partecipazione revisori esterni alle riunioni del CCI</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>esistenza preposto al controllo interno</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>Presenza amm.re esecutivo incaricato di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo interno</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1

			2002	2007	2008	2009
	<b>procedura identificazione rischi aziendali (cd. Risk assessment)</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
<b>2.4)COMITATO NOMINE</b>						
	<b>esistenza di un Comitato per le Nomine</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>n. membri è maggiore o uguale a 3</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>la maggioranza è indipendente</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1

			2002	2007	2008	2009
	<b>amm.ri non esecutivi</b>	<b>n° amm.ri non esecutivi</b>	0	3	3	3
	<b>amm.ri indipendenti</b>	<b>n° amm.ri indipendenti</b>	0	3	3	3
	<b>numero riunioni annuali</b>	<b>Valore</b>		2	3	3
	<b>partecipazione dei consiglieri alle riunioni</b>	<b>Valore partecipazione rilevata</b> n° di presenze alle riunioni >= media 0 n° di presenze alle riunioni <= media -1	0	0	0	0

<b>2.5) COMITATO PER LA REMUNERAZIONE</b>			<b>2002</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
	<b>esistenza comitato per la remunerazione</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>n. membri è maggiore o uguale a 3</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>la maggioranza è indipendente</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>amm.ri non esecutivi</b>	<b>n° amm.ri non esecutivi</b>	3	3	3	3
	<b>amm.ri indipendenti</b>	<b>n° amm.ri indipendenti</b>	0	3	3	3

			2002	2007	2008	2009
	<b>numero riunioni annuali</b>	<b>Valore</b>	2	2	3	3
	<b>partecipazione dei consiglieri alle riunioni</b>	<b>Valore partecipazione rilevata n° di presenze alle riunioni &gt;= media 0 n° di presenze alle riunioni &lt;= media -1</b>	0	0	0	0
	<b>Esistenza piani stock option AD</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Esistenza piani stock option Amministratori</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>Esistenza piani stock option Dirigenti con responsabilità strategica</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Esistenza piani stock option Dipendenti</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Esistenza di un compenso legato al raggiungimento di obiettivi e risultati economici per AD</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>Esistenza di un compenso legato al raggiungimento di obiettivi e risultati economici per Amministratori Esecutivi</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	Esistenza di un compenso legato al raggiungimento di obiettivi e risultati economici per Dirigenti con responsabilità strategica	S 1 N 0	0	1	1	1
<b>2.6) COLLEGIO SINDACALE</b>						
	presenza dei sindaci alle riunioni	Valore partecipazione rilevata n° di presenze alle riunioni >= media 0 n° di presenze alle riunioni <= media -1	0	0	0	0
	numero riunioni annuali	Valore		18	13	17

			2002	2007	2008	2009
	<b>i soci che presentano una lista hanno una partecipazione almeno pari al 2,5%</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>presenza di almeno un sindaco eletto dalle minoranze</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>determinazione del n. massimo di incarichi dei sindaci in altre società quotate</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>Definizione requisiti di indipendenza</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>Limitazioni assunzioni di incarico</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>n° componenti con altre cariche</b>	<b>valore</b>		3	3	3
	<b>Presenza di sindaci che detengono azioni</b>	<b>S -1 N 0</b>	0	0	0	0
	<b>Il numero degli incarichi svolti dai sindaci è &gt;di 10 oppure &lt; a 10</b>	<b>&gt;10 -1 &lt;10 0</b>	-1	-1	-1	-1
	<b>I sindaci svolgono attività professionale</b>	<b>S -1 N 0</b>	-1	-1	-1	-1
	<b>le ultime tre relazioni contengono rilievi?</b>	<b>S -1 N 0</b>	0	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>negli ultimi tre esercizi i sindaci sono stati cambiati</b>	<b>S -1 N 0</b>	-1	0	0	-1
<b>2.7) SOCIETA' DI REVISIONE</b>						
	<b>la durata della carica è stata prolungata</b>	<b>S 1 N 0</b>	1	1	1	1
	<b>presenza del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili</b>	<b>S 1 N 0</b>	0	1	1	1
	<b>la società di revisione è stata cambiata prima dei nove anni (termine max di legge)</b>	<b>S-1 N0</b>	0	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	la società di revisione è un network internazionale oppure una piccola società di revisione?	network 1 / piccola società 0	1	1	1	1
	le ultime tre relazioni di revisione contengono richiami di informativa, limitazioni o eccezioni	S-1 N0	0	0	0	0
<b>PUNTEGGIO TOTALE CLASSE GOVERNANCE (PESATO PER 40)</b>			<b>1,90906</b>	<b>16,6394</b>	<b>16,6394</b>	<b>15,73032</b>
<b><u>PUNTEGGIO TOTALE CLASSE GOVERNANCE (PESATO PER 40) CON PENALITA' 20%</u></b>			<b>0,94146</b>	<b>16,4394</b>	<b>16,4394</b>	<b>15,43912</b>
<b>3) <u>INFORMATIVA</u></b>						
	presenza di procedura in materia di Internal Dealing	S 0 N -1	-1	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>presenza procedura per la gestione delle informazioni privilegiate</b>	<b>S 0 N-1</b>	<b>-1</b>	0	0	0
	<b>presenza di procedura per la gestione di operazioni con parti correlate</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>-1</b>	0	0	0
	<b>esclusione consigliere interessato alla decisione di op. con parte correlate</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>-1</b>	0	0	0
	<b>presenza del Registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>-1</b>	0	0	0
	<b>Bilanci</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>0</b>	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>Relazioni semestrali</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>0</b>	0	0	0
	<b>Relazioni trimestrali</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>0</b>	0	0	0
	<b>Assetti proprietari</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>0</b>	0	0	0
	<b>Composizione organi sociali</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>0</b>	0	0	0
	<b>Andamento borsa</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>0</b>	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>Comunicati stampa</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>0</b>	0	0	0
	<b>Curricula consiglieri</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>-1</b>	0	0	0
	<b>Statuto</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>-1</b>	0	0	0
	<b>Corporate governance</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>0</b>	0	0	0
	<b>Compensi amministratori</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>0</b>	0	0	0

			2002	2007	2008	2009
	<b>sezione assemblee azionisti</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>0</b>	0	0	0
	<b>sezione contact us</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>0</b>	0	0	0
	<b>vengono riportate le strategie di management</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>-1</b>	0	0	0
	<b>vengono riportate le motivazioni degli scostamenti rispetto ai piani previsionali</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>-1</b>	0	0	0
	<b>il management ha raggiunto gli obiettivi indicati alla comunicazione finanziaria negli ultimi esercizi</b>	<b>S 0 N -1</b>	<b>-1</b>	0	0	0

<b>PUNTEGGIO TOTALE CLASSE INFORMATIVA (PESATO PER 20)</b>	<b>-9,523</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>PUNTEGGIO TOTALE CLASSE INFORMATIVA (PESATO PER 20) CON PENALITA' 20%</b>	<b>-11,52283</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>PUNTEGGIO TOTALE</b>	<b>-3,976910909</b>	<b>29,13765455</b>	<b>28,37653455</b>	<b>28,22857455</b>
<b>PUNTEGGIO TOTALE CON PENALITA'</b>	<b>-8,981980909</b>	<b>27,6058</b>	<b>26,50228</b>	<b>26,60552</b>

## BIBLIOGRAFIA

- Airoli G., Forestieri G. "Corporate governance: Analisi e prospettive del caso italiano", Milano, Etas 1998
- Airoldi, Brunetti, Coda, "Lezioni di economia aziendale", Il Mulino, Bologna, 1991
- Aganin A., P. Volpin, "History of corporate ownership in Italy", NBER Working Paper, 2003,
- Agostoni P. (2006). Ancora sul controllo interno e sul codice di autodisciplina, in Società 2000, 221 ss.
- Albet, J. (2006). Guida pratica alla corporate governance (S. Modena, Trad.). Milano: Egea. (Edizione originale pubblicata nel 2005).
- Ali P., Ali P. A. U., Gregoriou N. (2006) International corporate governance after Sarbanes – Oxley. John Willey and Sons.
- Allegrini M., Bianchi Martini S. "La corporate governance in Italia, Regno Unito e Stati Uniti. Modelli e pratiche a confronto" Franco Angeli 2006
- Allen M., Renner C., English D. (2004), Keeping Score To Evaluate Good Governance Practices, in Strategic Finance, marzo, dal sito: [www.bowne.com/securitiesconnect/details.asp](http://www.bowne.com/securitiesconnect/details.asp).
- Amaduzzi, "L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni", UTET, Torino, 1953.
- Amaduzzi A., "L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni", Utet, Torino, 1967
- Amidani Aliberti L., Stabilini S. (2006), Governance all'italiana dopo il Ddl risparmio, in Rivista Aiaf n.58, Aprile.
- Amidani, C. Sacconi., Misurare l'eccellenza della Corporate Governance. Mito o Realtà?, "Sistemi & Impresa", 10, 2005
- Ansoff I., "Corporate strategy", McGraw-Hill, New York, 1965
- Assirevi (2007), Dirigente preposto alla relazione dei documenti contabili societari e ruolo del revisione, dal sito: [www.assirevi.it/documenti/doc102.pdf](http://www.assirevi.it/documenti/doc102.pdf)

- Assonime (2004), Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate Governace.
- Baglioni M. (2006). Le recenti novità del codice di autodisciplina per le società quotate, in Soc. 2002, 1422 ss.
- Bailey, "Metodi della ricerca Sociale", Il Mulino, Bologna, 1991
- Bange M., M.A. Mazzeo, "*Board Composition, board effectiveness, and the observed form of takeover bids*", Review of fianancialstudies, 2004, 17
- Baraldi , Angelo Paletta , Massimiliano Zanigni Corporate governance e sistema di controllo interno
- Baraldi, A Paletta, M Zanigni "Corporate governante e sistemi di controllo interno" - 2004 – francoangeli
- Barbiera L. "La corporate governance in Europa – amministrazione e controlli nelle società per azioni in Italia, Francia, Germania e Regno Unito", Milano, Giuffrè Editore, 2000.
- Barca F., "Imprese in cerca di padrone: proprietà e controllo nel capitalismo italiano", Laterza, Bari, 1994
- Barca F., "On Corporate governance in Italy: Issues, Facts and Agenda", in Atti della conferenza OECD, 1996
- Baron B., "A positive theory of moral management, social pressure and corporate social performance", Research Paper Series, Standford Graduate Scholl of Business, 2006
- Barrow, "perché il mondo è matematico", Gius Laterza e Figli, 1992
- Bartocci L., "Il Bilancio sociale negli enti locali", Giappichelli, Torino, 2003
- Belcredi M., L Caprio "Struttura del cda ed efficienza - Analisi Giuridica dell'Economia, 2003 – mulino della corporate governante"
- Benvenuto, "La struttura dei poteri nel governo delle società", Rivista delle Società, Giuffrè, n°5-6, 1997
- Berle A., G. Means, "The Modern Corporation and Private Property", Commerce Clearing House, New York, 1932

- Beretta, S. Bozzolan, N. Pecchiari, "Corporate governance e assessment del sistema di controllo interno: cosa comunicano le società quotate?", *Economia&Management*", Etas, 2007
- Beretta Zanoni A., "The Primary Stakeholder relationships: Corporate governance and value creation", in "International Corporate Governance After Sarbanes-Oxley", Wiley & Sons Inc., 2008
- Bertini, "Il sistema d'azienda. Schema di analisi", Giappichelli, Torino, 1990 in in collana AIDEA: La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale", Il Mulino, Bologna, 2010
- Bertini, "Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore", collana AIDEA: "Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria", Il Mulino, Bologna, 2009
- Besta F., "La Ragioneria", I
- Bhagat S., B. Black, "the non-correlation between board independence and long term firm performance", in the *Journal of Corporation Law*, 2002
- Bianchi "Amministrazione e controllo delle nuove società di capitali", 2003
- Bianchi Martini S., Di Stefano G., Romano G. (2006) *La governance delle società quotate tra best practice internazionali e tradizioni aziendali italiane*. FrancoAngeli.
- L. Bisio *Responsabilità di impresa e corporate governance locale in Europa- Symphonya. Emerging Issues in Management*, 2003 - unimib.it
- Black, Wright, Bachman "La ricerca del valore nell'impresa. Analisi e gestione dei fattori di successo della performance- 1999 - Franco Angeli
- Bonomo F., *Il codice di autodisciplina delle società quotate: l'esperienza applicativa in ambito Enel*, in *Impresa 2000*, 1680 ss., 2006
- Borsa Italiana, *Comitato per la corporate governance delle società quotate, Codice di Autodisciplina, Edizione rivisitata*, 2006
- Borsa Italiana, *La corporate governance nelle società dell'indice S&P/ Mib.*, 2006

- Borsa Italiana, Format sperimentale per la relazione sul governo societario, 2007
- Bresciani S., "La corporate governance nel sistema impresa: prospettive di analisi e relazionali. L'esperienza americana", Giappichelli.
- Brown, M. Caylor, "Corporate governance and firm performance", Working Paper, in Social Science Research Network, 2004.
- Brown M.S., The ratings game: corporate governance ratings and why you should care, dal sito: [www.globalcorporategovernance.com/n\\_namericas/080\\_093.htm](http://www.globalcorporategovernance.com/n_namericas/080_093.htm).
- Bruni G., "L'azienda come sistema di convertitore di valori economici in valori culturali", in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, 1999
- Bruschi A, "La competenza metodologica", NIS 1996
- Brunetti "Le imprese verso il riassetto normativo quale impatto sui sistemi di governance", Economia e Management, speciale Family Business, Etas
- Burt R.S., "Corporate profits and cooptation: Networks of market constraints and directorate ties in the American economy", New York Accademy Press, 1983
- Busco C., M. Frigo, E. Giovannoni, A. Riccaboni, R.W. Scapen, "Towards integrated Governance: the role of performance measurement systems", in Epstein, Manzoni "studies in managerial and financial accounting, 2006
- Busco C., M. Frigo, E. Giovannoni, A. Riccaboni, "Dalla corporate governance all'integrated governance", in Economia e Management, 2007
- Busco C., A. Riccaboni, A. Saviotti, "Governance, strategia e misurazione delle performance", Knowità, 2008
- Busco C., M. Frigo, E. Giovannoni, A. Riccaboni, R.W. Scapen, "Beyond compliance: an integrated governance framework", ICAEW, London, 2006
- Cadbury A. "What are the trends in corporate governance? How will they impact your company?", Long Rang Planning, jan. 1999

- Cadbury Adrian Corporate governance. Cosa è Luiss University Press 2007
- Calcaterra, Governance, si può misurare? Quanto vale una buona governance e quanto pesa quella cattiva? ECPI – Gruppo Mittel, materiale disponibile on-line, 2009
- Calcaterra, Investimenti, trasparenza ed eticità, ARPA Rivista n. 3, 2009
- Campelli E, "Metodi qualitativi e teoria sociale", in Cipolla.C e De Lillo in "Il sociologo e le sirene. La sfida dei metodi qualitativi", FrancoAngeli, Milano, 1996
- Cantino, "Valore d'impresa e merito creditizio", Giuffrè, Milano, 2002
- Capocchi A., "La redditività aziendale", FrancoAngeli, Milano, 2008
- Castaldo, "Project Risk Management. Identificazione, analisi, strategie di risposta e controllo dei rischi di progetto", Franco Angeli, Milano, 2009
- Ceriani, "Lezioni di Economia Aziendale", Cedam, Padova, 1996
- Colarossi "Corporate governance e valore di mercato: un'analisi sulle blue chips italiane - ingegneriagestionale.uniroma1.it
- Caprio L. "Le strutture proprietarie delle società quotate, l'efficienza della gestione societaria e il diritto", rivista delle società, Giuffrè Editore, n° 3, 1998
- Caratozzolo, "I requisiti di onorabilità e professionalità dei sindaci di società quotate", in "Le Società", 2000
- Cattaneo M., "Principi di valutazione del capitale d'impresa", Il Mulino, Bologna 1998
- Carolyn A., Dittmeier, "Internal auditing. Chiave per la corporate governante", Egea, 2007
- Carretta A., P. Schwizer, "L'impatto delle notizie di governance sulla performance delle società quotate", collana AIDEA Corporate Governance: governo, controllo e struttura finanziaria, Il Mulino, 2009
- Cartesio, "Regulae ad directionem ingenii", 1628
- Cavalli S., "il sistema di misurazione delle prestazioni aziendali", materiale disponibile on-line, [www.unibg.it](http://www.unibg.it).

- Chan K.C., J. Li, "Auditt committee and firm value", in Corporate Governance, 2008
- Cipolla.C., De Lillo, "Il sociologo e le sirene. La sfida dei metodi qualitativi", FrancoAngeli, Milano, 1996
- Clarkson, "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance", Accademy of Management Review, 1995
- Coda V., "Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa", Giappichelli, Torino, 1991
- Coda V. "Orientamento strategico di fondo", UTET, Torino 1998
- Coda, "L'impresa responsabile, Creazione di valore, corporate governance e informativa societaria", a cura di P. Mella e D. Vello, Giuffrè Editore, 2007
- Coda, "Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto", in scritti di Economia Aziendale in Memoria di Raffaele d'Oriano, Primo Tomo, Cedam, 1997
- Coffin Communication Group, The rise of corporate governance ratings, dal sito: [www.ccgir.com](http://www.ccgir.com), 2003
- Colarossi F., Giorgino M., Corporate governance e valore di mercato: un'analisi sulle blue chips italiane, dal sito: [www.ingegneriagestionale.uniroma1.it/aiig2006/atti%20convegno/pdf/Colarossi\\_Giorgino.pdf](http://www.ingegneriagestionale.uniroma1.it/aiig2006/atti%20convegno/pdf/Colarossi_Giorgino.pdf), 2005
- J.L. Coles, "Boards: Does one size fit all?", Journal of Financial Economics, 2008, 87
- Colin B., Carter, "Back to the drawing board"
- Collis, Montgomery, Invernizzi "Corporate strategy" - 1997 - [altis.unicatt.it](http://altis.unicatt.it)
- Colombo G.E. "Amministrazione e Controllo", intervento che si legge sul sito [federnotizie.org/riforma/colombo.htm](http://federnotizie.org/riforma/colombo.htm)
- CONSOB, Regolamento emittenti: disciplina attuativa degli articoli. 124 bis e 124 ter del T.U.F. introdotti dalla legge n. 262/2005 in materia di informazioni sull'adesione a codici di comportamento, 2007

- Corbetta "Governance system and company performance in italian SMEs", working paper, Milano università Bocconi, 2002
- Corbetta, S. Tommaselli, "I consigli di amministrazione nelle imprese familiari. Una ricerca sul loro ruolo e sul loro funzionamento", in "Economia e Management", 1996
- Decoursey, "Developing models with more detail: do more algorithms give more thruth?", Weed Tecnology 6, 1992
- Dall'occhio M, A. Salvi, Le modifiche del rating influenzano il comportamento degli investitori? In Economia&Management, n. 4, 2006
- Dallochio M e Tamarowski C. "Corporate governance e valore. L'esempio di Telecom Italia " Egea, Milano, 2005
- Dalton, C.M. Daily, A.E. Ellstrand, J.L. Jonhson, "Meta analyticreview of board composition, leadership structure, and financial performance", in "Strategic Management Journal", 1998
- Damiani Mirella "Impresa e corporate governante", Carocci, 2006
- Decreto Legislativo 24 Febbraio 1998, N. 58: "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998.
- Decreto Legislativo 8 Giugno 2001, N. 231: "Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica a norma dell'art. 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 140 del 19 giugno 2001.
- Decreto Legislativo 29 Dicembre 2006, N. 303: "Coordinamento con la legge 28 dicembre 2005, n. 262, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (T.U.B.) e del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.F.)", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 7 del 10 gennaio 2007.
- D'ercole R., S. Stefani, "Modelli matematici per le decisioni aziendali", Esculapio, Bologna, 2008

- De Gioia Carabellese P., Il codice di autodisciplina delle società quotate, in Soc. 2000, 107. 2006
- Delli Zotti, "Quale quantità e quanta qualità nella ricerca sociale: tra integrazione e convergenza", in "Il sociologo e le sirene. La sfida dei metodi qualitativi", FrancoAngeli, Milano, 1996
- De Mari M., Corporate governance e nuovo codice di autodisciplina delle società quotate, in Riv. dir. priv., 541 ss, 2003
- De Mari "Il Codice di autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance", 2000.
- Demsetz "The structure of corporate ownership", journal of political economy 93, 1985
- Del Giudice R., P Capizzano, "Corporate Governance nella valutazione del Rating delle Banche" - biblio.liuc.it
- Della Porta A., "Responsabilità e performance sociale d'impresa. La prospettiva del Corporate Social Performance Model", Aracne, Roma, 2006
- Donna G., "La creazione di valore nella gestione dell'impresa", Carocci, Roma, 1999
- Donker H., S., Zahir, "Towards an impartial and effective corporate governance rating system", "Corporate Governance", 2008
- Draghi M., convegno del 12 giugno 1997, Roma, presentazione dell'indagine: "Lineamenti di corporate governance e CoSo Report", Antonio Taverna, "Il mercato trasparente, Corporate Governance" Forum 1997-2007, Il Mulino, Bologna, 2008
- Druker P., "The new Realities: in government and Politics, in Economy and Business, in Society and World Wiew", London, 1990
- Eisenberg M. "The structure of the modern corporation", 1976
- Eisenberg M. "Principles of corporate governance", American Law institute, 1982
- Epstein, D.L. Rubinfeld, "Merger simulation with brand-level margin data: Extending Pcaids with nets", in "Advances in Economic Analysis and Policy", 2004

- Erede S. Cera R. , "Il ruolo degli investitori istituzionali", 2000.
- Fabbri A., "Situazioni di criticità e problemi di governance relativi alle società quotate italiane", in "Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano", Etas, Milano, 1998
- Faccio M., L.H.P. Lang, "The ultimate Ownership of Western European corporation", in "Journal of Financial Economics", 65, 3, 2002
- Fazzini M., S. Terzani, "Sistema di governance e misurazione delle performance", collana AIDEA: La corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale, 2010
- Ferrarini G. "Governance all'inglese, traduzione all'italiana", 2002
- Ferraris Franceschi R., "Il percorso scientifico dell'Economia Aziendale", Giappichelli, Torino, 2010
- Ferris S.P., "*Too busy to mind the Business? Monitoring by Directors with multiple Board Appointments*", Journal of Finance, 2003, vol. 58, pagg. 1087-1111
- Ferrero, "Istituzioni di economia d'azienda", Giuffrè, Milano, 1968
- Ferrero, "Impresa e management", Giuffrè, Milano, 1980
- Fiori Corporate Governance e qualità dell'informazione esterna di impresa, Milano, Giuffrè, 2003
- Fich E.M., Shivdasani A., "*Are busy board effective Monitors?*", Journal of Finance, 2006, vol. 61, pagg 689-724
- Forbes D. P., F. Milliken, "Cognition and corporate governance understanding boards of directors and strategic decision making group", in Academy of Management Review, 1999
- F Fortuna "Corporate governance: soggetti, modelli e sistemi", FrancoAngeli, 2002
- Fortuna F., Corporate governance, Milano, FrancoAngeli, 2007
- Fukao M., "Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Companies", The Brooking Institution, Washington, 1995.
- Freeman R., "Strategic Management: A Stakeholder Approach", Pitman, London, 1984

- Jensen M., Murphy K., *"Performance pay and Top-Management incentives"*, Journal of political economy, 1990, 98
- Galeotti, *"La finanza del governo dell'azienda"*, Apogeo, Milano, 2008 collana AIDEA: La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale", Il Mulino, Bologna, 2010
- Gandini, *"Il Market Driven Management nelle relazioni tra imprese e mercato Bancario"*, materiale disponibile on-line [www.unimib.it/symphonya](http://www.unimib.it/symphonya)
- Garay U., M. Gonzales, *"Corporate governance and firm value: the case of Venezuela"*, in Corporate Governance, 2008
- Gasperini A., V. Fazio, *"Il rating degli indicatori non finanziari"*, Rivista Aiaf, n. 71, 2009
- Garzella, N. Nardi, *"I Requisiti del buon governo"*, collana AIDEA :La corporate governance nell'esperienza nazionale ed internazionale", Il Mulino, Bologna, 2010
- Giannesi, *"Le aziende di produzione originaria Volume primo - Le aziende agricole"*, Colombo Corsi, Pisa, 1960
- P Grasselli *"Economia e concezione dell'uomo"* - 2008 – FrancoAngeli
- Ghezzi F. *"La riforma delle società di capitali, un confronto tra i sistemi di amministrazione e controllo"*, 2003
- Grezzi V. *"i doveri fiduciari degli amministratori nei "principles of corporate governance"*, rivista delle società, Giuffrè Editore, n° 2, 1996
- Grezzi V., *" I doveri fiduciari degli amministratori nei principles of corporate governance"*, Rivista delle Società, Giuffrè, n°2, 1996
- Giannesi E., *"Corso di economia aziendale"*, Corsi, Pisa, 1979
- Gnam L. *"Governance system and company performance in italians SMEs"*, working paper, università Bocconi, 2002
- Governance Metrics International, *GMI ratings: what's happened since?*, dal sito: [www.gmiratings.com.](http://www.gmiratings.com.), 2007
- Guatri L., *"La teoria della creazione del valore"*, Egea, Milano, 1991
- Hamel G., C.K. Prahalad, *"Strategic intent"*, Harvard Business Review, 1989

- Hammersley, rivista *Sociology*, On Feminist Methodology, 1992
- Hansmann H., "The ownership of the firm", in *Journal of Law, Economics and Organisation*, 4, 1988
- Institutional Shareholders Service, ISS Corporate Governance Quotient, dal sito: [www.isscgq.com/abouttheratings.htm](http://www.isscgq.com/abouttheratings.htm)., 2002
- Irti N., "Due temi di governo societario (responsabilità amministrativa – codici di autodisciplina)", in *Giur. Comm.* 2003, I, 693 ss.
- Israel G., "Modelli Matematici" - Le Scienze - Quaderni, n. 81
- Israel G., "Modelli matematici". Introduzione alla matematica applicata, edizioni GEM, 2009
- Jensen, W.H. Meckling, "Theory of the firm", in *Journal of Financial Economics*, III
- Johnson et All, "the influence of the financial press on stockholder wealth", in *Strategic Management Journal*, XXVI, 5
- Kaplan S., D. Norton, "Allineamento strategico", Isedi, Torino, 2006
- Kant, "Grounding for the Metaphysics of Morals"., Hackett, 1993
- Kashif R., "corporate governance and firm value" emerald publishing
- Kuhn, "Notes on Lakatos", in R.C. Buck, R.S. Cohen, eds., PSA 1970
- Leartius, "Diogenes Learitue: lives of eminent Philosophers", William Heinemann, London, 1925
- Lehn "The structure of corporate ownership", *Journal of Political Economy* 93, 1985
- Legge 3 ottobre 2001 n. 366: "Delega al governo per la riforma del diritto societario", pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 234 dell'8 ottobre 2001.
- Legge 28 Dicembre 2005, N. 262: "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari", pubblicata nella Gazzetta ufficiale n. 230 del 3 ottobre 2006.
- Lai, R. Stacchezzini, "Literature review" sugli effetti corporate governance sulle performance aziendali", in A. Taverna, *Il mercato trasparente – Corporate governance forum 1997-2007*, Il Mulino, Bologna, 2008

- La Porta R., J. Lakanishok, A. Sheleifer, R. Vishny, "Good news for value stocks: further evidence on market efficiency", NBER Working Papers, 2005
- Li J., J.R. Harrison, "National culture and the composition and leadership structure of board directors", in Corporate Governance, 2008
- Lipton M., J. Lorsh, "A modest proposal for improved corporate governance", in The Business Lawyer, 1992
- Malinvaud E., "Methods statistiques de l'économetrie", Dunod, Paris, 1964
- Mallin, "Corporate Governance Rating Systems", "Corporate Governance – An International Review", 2001
- Mallin C., Corporate governance. Oxford University Press, 2007.
- Manara R., "La matematica e la realtà", Marietti, 2002
- Mancinelli, "I risultati dei controlli sull'amministrazione ed il parere condizionato: aspetti della relazione dei sindaci al Bilancio", in "Le Società", 2000
- Marchetti P.G. "Corporate governance e disciplina societaria vigente" rivista delle società, Giuffrè Editore, Milano 1996
- Marchi L., "I sistemi informativi aziendali", Giuffrè, Milano, 1993
- Marra A, Rizzo A., "Corporate governance, performance aziendale e qualità degli utilidelle aziende italiane", SDA Bocconi, Aprile 2010
- Martiello G., "La tutela penale del capitale sociale nelle società per azioni". Firenze University Press, 2007
- Martinez "Successione per causa morte e donazione", Cedam, Padova 1979
- SB Martini, G Di Stefano, G Romano" La governance delle società quotate. Tra best practice internazionali e tradizioni aziendali", Franco Angeli, 2006
- Masi, "La Ragioneria come scienza del patrimonio", Bologna, 1927
- Masini C., "Gino Zappa. La sua dottrina e la professione del Dottore commercialista", Giuffrè Editore, Milano, 1966
- Masini, "Lavoro e Risparmio", seconda edizione, UTET, Torino, 1978

- Matranga G., "Il buon governo societario fra graduatorie e comportamenti", in Pitagora Magazine, Luglio, 2004
- Mazzotta romilda "la corporate governance e le performance aziendali" franco angeli, 2007
- Mazzoni "Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate", in giurisprudenza commerciale, Giuffrè Editore, Milano 1998
- McWilliams A., D. Siegel, "Corporate social responsabilità: a theory of firm perspective", Academy of Management Review, 2001
- Mella P., Velo D., "Creazione di valore, corporate governance e informative societaria", Giuffrè, 2007
- Melis A., "Premio per il controllo, sconto di minoranza e codici di best practice: riflessioni introduttive sulle problematiche di valutazione del sistema di corporate governance", in AA.VV., "L'evoluzione degli assetti di corporate governance", Clueb, 2002
- Melis, "creazione di valore e meccanismi di corporate governance", Giuffrè, Milano, 2002
- Micossi "una poltrona per la minoranza", 2005
- Milgron "Economia organizzazione e management", il mulino, Bologna 1994, trad. it. di "Economics, organisation & management", prentice hall inc., 1992
- Mio C., Corporate Social Responsibility e sistema di controllo: verso l'integrazione. FrancoAngeli, 2005
- Mizruchi M., L.B. Stearns, "A longitudinal study of the formation of interlocking directorates", in "Administrative Science Quarterly", 33, 1996
- Moisello A., "ABC & EVA: un'integrazione possibile", working paper, Università di Pisa, 2000
- Moretti P., Il Governo Societario. Regole, applicazioni e linee evolutive. Il Sole 24 Ore, 2007
- Monks R., N. Minow, "On corporate governance", Blackwell Business, 1995

- . Montalenti, "Corporate Governance: Raccomandazioni Consob e prospettive di riforma", in Rivista delle società, Milano, 1997
- Montemerlo "Le imprese familiari verso il riassetto normativo: quale impatto sui sistemi di governance", Economia & Management, speciale Family Business, Etas 2001
- Montemerlo "Governance sistem and company performance in italian SMEs", working paper, università Bocconi, Milano 2002
- Monks R. "On corporate governance", Blackwell Business, 1995
- Mork R., "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", in Journal of Financial Economics, 1988
- Moro Visconti R., "Investimenti in private equity e venture capital: problemi di governance e conflitti di interesse", in Banche e Banchieri, unione stampa periodica italiana, numero 1, gennaio febbraio 2008, pag. 5
- Musaio A., "La creazione di valore per gli azionisti", in G. Fabbrini, A. Montone, "Economia Aziendale", FrancoAngeli, Milano, 2002
- Musile Tanzi P., "Comunicare crea valore", in D. Bodega, (a cura di), "Comunicare il cambiamento", Egea, Milano, 1996
- Nazzicone L., Codice di autodisciplina delle società quotate: le nuove clausole, in Riv. dir. impr., , 689 ss., 2002
- Nobolo A. "Continuità e sistemi di governo economico", Egea e Giuffrè Editori, Milano, 2002
- OECD Principles, 2004
- Onida, "Economia d'Azienda", UTET, Torino, 1965
- Onida, "Economia aziendale", UTET, Torino, 1963
- Onofri, Università degli Studi di Perugia materiale on-line "I modelli matematici statistici nella sperimentazione biologica".
- Paccès, "Featuring control power. Corporate law and economics revisited", Rotterdam, Rile, 2008
- Paletta A. "Il controllo interno nella corporate governance" il mulino, 2008
- Panico P., "I nuovi modelli di Corporate Governance", FAG, 2004

- Panuzzi F., Schivardi F., "Contrordine Consob: le scalate non fanno bene", materiale disponibile on-line, [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info), 10 maggio 2011
- Paris A., "Dal bilancio economico-patrimoniale al rendiconto etico-sociale", in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n°5/6, Roma 2002
- Pasini A., *I Cambiamenti Climatici. Meteorologia e Clima Simulato*, Editore Mondadori Bruno, Milano 2003
- Pastore A., Vernuccio M., "Impresa e comunicazione: principi e strumenti per il management", Apogeo Editore, 2006
- Pecorella G.G., "Il rating come effetto di una governance orientata all'analisi di bilancio". *La settimana Fiscale* n. 20, maggio, 2006
- Perelman, Olbrechts-Tyteca, "Trattato dell'argomentazione", Einaudi, Torino, 1976
- Perrone, "La fiducia è una cosa seria", in "Economia e Management", 2004
- Pfeffer J., G. Salancik, "The external control of organization: A resource dependence perspective, New York, Harper & Row, 1978
- Putinati "I nuovi reati societari", Milano 2004
- Quagli, C Teodori "L'informativa volontaria per settori di attività", FrancoAngeli, 2005
- Rawls "A Theory of Justice", Belknap Press of Harvard University Press, 1971
- Read, "The Ethics of Corporate Governance: what would the political Philosopher say?", in "International Corporate Governance After Sarbanes-Oxley", Wiley & Sons Inc., 2008
- Reboa M. "Proprietà e controllo d'impresa. Aspetti di corporate governance", Giuffrè Editore, Milano, 2002
- Report dal convegno: "Socially Responsible Investment: buona finanza o finanza dei buoni?", [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it), 2009
- Richardson R., "Directorship interlock and corporate profitability", in "Administrative Science Quarterly", 32, 1987

- Roberts J. "Economia organizzazione e management", il mulino, Bologna 1994, trad. it. di "Economics, organisation & management", Prentice hall inc., 1992
- Ronchi V, "Processo alla scienza", in "Atti della fondazione G. Ronchi", XXXIII
- Ross, "The economic theory of agency: the principal's problem", American Economic Review, n° 63, 1973
- Rossi G., "La comunicazione aziendale", FrancoAngeli, Milano, 2009
- Ruggiero C. "La corporate governance: i nuovi profili di amministrazione e controllo", Napoli, 2004
- Ruggiero V., Il confronto con gli altri Paesi, Il Sole 24 Ore – Norme e Tributi, 11 Agosto 2008
- Rusconi G., M. Dorigatti, "La responsabilità sociale d'impresa", FrancoAngeli, Milano, 2004
- Saita M., "Economia e Strategia Aziendale", Giuffrè, Milano, 2000
- Sacconi, "Guida critica alla responsabilità sociale e al governo d'impresa", Bancaria Editrice, Roma, 2005
- Sancilio M.R., Il codice di autodisciplina delle società quotate, in Impresa 2000, 618 ss., 2006
- Sanguinetti A., Costanzo P., "Il governo delle società in Italia e in Europa", Milano, EGEA, 2003.
- Salvioni D., "Corporate governance, controllo e trasparenza", Franco Angeli, 2007
- Salvioni D, "Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa", ISTEI, materiale disponibile on-line, [www.unimib.it/symphonya](http://www.unimib.it/symphonya)
- SDA Bocconi, il sole 24 ore, 15/2/1999
- Schlesinger P., "Il codice di autodisciplina per le società quotate", in Corr. Giur. 1999, 1455 ss., 1999
- Sciarelli S., "Fondamenti di economia gestione delle imprese", Cedam, Padova, 2008

- Shleifer, R. Vishny, "Large shareholders and corporate control", in Journal of Political Economy, 3, 1986
- Simon, "La ragione nelle vicende umane", Il Mulino, Bologna 1984
- Soana, "L'impatto delle notizie di governance sulla performance delle società quotate", collana AIDEA Corporate Governance: governo, controllo e struttura finanziaria, Il Mulino, 2009
- Spaventa L., "Struttura proprietaria e corporate governance", VII Lezione Vicarelli, Macerata 6 marzo 2002, pag. 4
- Spaventa L., "Minoranze in consiglio", [www.assonime.it](http://www.assonime.it), 2005
- Smith A., "An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations", 1776
- Sicoli S., "Una analisi delle relazioni tra creazione di valore e gestione aziendale", Franco Angeli, Milano, 2008
- Statera T., "Logica dell'indagine scientifico-sociale", F. Angeli, 1993
- Tarallo P., Corporate Governance. Principi di gestione nell'ottica del valore. FrancoAngeli, 2000
- Taverna, "La relazione tra informativa societaria, corporate governance e performance aziendale", in Atti "Corporate Governance Forum", Verona 19 aprile 2006
- Tettamanzi T "controllo interno, revisione interna e corporate governance in italia e nel regno unito" - Liuc Papers, Serie Economia Aziendale, [biblio.liuc.it](http://biblio.liuc.it), 2000
- Thuy-Nga T. Vo, "Rating Management Behavior and Ethics: A Proposal to Upgrade the Corporate Governance Rating Criteria", The Journal of Corporation Law, 2008
- Tiscini, "Controllo familiare e benefici privati", in collana AIDEA, "la corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale", 2010
- The Map 2002 project, progetto della Commissione Europea
- Useem, "Non profit management and leadership", University of Philadelphia, 2006

- Van den Berghe, L.A.A., Levrau, A., Measuring the Quality of Corporate Governance: In search of a Tailormade Approach?, "Journal of General Management", 2003
- Vergnaud, "il bambino, la matematica, la realtà, Armando, Roma, 1994
- Verrascina G., R. Andriolo, "Il nuovo codice di autodisciplina", IR Top, Investor Relations cultura di mercato finanziario, 2006
- Vietti, "Corporate governance: la riforma c'è", [www.banchedati.ilsole24ore.com](http://www.banchedati.ilsole24ore.com), 2004
- Vitali M., "Affidato all'autodisciplina il futuro governo societario delle imprese", in Dir, prat. Soc, 40 ss, 2000
- Weimer J., J.C. Paper, "A taxonomy of system of corporate governance", in "Corporate Governance: An International Review", 7, 2, 1999
- Zanardo A., "La nuova versione del Codice di autodisciplina delle società quotate alcune osservazioni alla luce delle contestuali esperienze internazionali in materia di corporate governance", in Contr. Impr. , p. 391, Cedam, Padova, 2004
- Zappa G., "Tendenze nuove negli studi di ragioneria", Annuario del r. Istituto Superiore di Scienze Economiche e Commerciali di Venezia per gli Anni Accademici 1925-26 e 1926-27
- Zappa G., "Le produzioni nell'economia dell'impresa", Giuffrè, Milano, 1957, Tomo I; C. Msini, "Lavoro e Risparmio", UTET, Torino, 1978
- Zattoni Alessandro "Assetti proprietari e corporate governance EGEA 2006
- Zattoni A., Il governo economico delle imprese, Milano, Egea 2004.
- Zattoni A., "Chi dovrebbe governare un'impresa", in "economia e management", 2005
- Zattoni A, Cuomo F., "Why adopt codes of good governance? A comparision of institutional and efficiency perspectives corporate governance", in "An International Review", 2008
- Zingales L., "Corporate governance. The new palgrave doctionary of economics and law" in Discussion paper series, n° 1806, centre for economics policy, 1997

- Zingales L., "Premio di controllo e conflitti di interesse", Il Sole 24 , 12 febbraio 2008
- Zona F., Gnam L., "Amministratori incrociati e performance d'impresa. Verso un approccio dinamico alla teoria della dipendenza dalla risorse", in collana AIDEA "Corporate governanc: governo, controllo e struttura finanziaria", il Mulino, Bologna, 2009

#### SITI INTERNET:

- [www.agenziaeuropea.it/AEI\\_STUDIO\\_SPMIB40\\_0050309](http://www.agenziaeuropea.it/AEI_STUDIO_SPMIB40_0050309)
- [www.aidaf.it](http://www.aidaf.it)
- [www.aida.bvdep.com](http://www.aida.bvdep.com)
- [www.archiviostorico.corriere.it/2004/gennaio/26/Deminor\\_vero\\_controllo\\_re\\_azionista\\_ce\\_0\\_040126031](http://www.archiviostorico.corriere.it/2004/gennaio/26/Deminor_vero_controllo_re_azionista_ce_0_040126031)
- [www.assoimmobiliare.it](http://www.assoimmobiliare.it)
- [www.assimpredil.it](http://www.assimpredil.it)
- [www.assosime.it](http://www.assosime.it)
- [www.assindustria.it](http://www.assindustria.it)
- [www.bancaditalia.it/vigilanza/banche/documcons/consnorm/DC-ART-53.pdf](http://www.bancaditalia.it/vigilanza/banche/documcons/consnorm/DC-ART-53.pdf)
- [www.bilanciarsi.it](http://www.bilanciarsi.it)
- [www.borsaitalia.it](http://www.borsaitalia.it)
- [www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-etica/rating-etico/introduzione/rating-etico-intro.htm](http://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-etica/rating-etico/introduzione/rating-etico-intro.htm)
- [www.borsaitaliana.it/documenti/regolamenti/corporategovernance/forma\\_t](http://www.borsaitaliana.it/documenti/regolamenti/corporategovernance/forma_t)
- [www.contractmanager.it](http://www.contractmanager.it)
- [www.consob.it/emittenti/società\\_quotate/azionariatoattuale](http://www.consob.it/emittenti/società_quotate/azionariatoattuale)
- [www.consob.it/emittenti/societàquotate/estrattodeipattiparasociali](http://www.consob.it/emittenti/societàquotate/estrattodeipattiparasociali)
- [www.consob.it/emittenti/società\\_quotate/azionariatoattuale](http://www.consob.it/emittenti/società_quotate/azionariatoattuale)
- [www.cortellazzo-soatto.it](http://www.cortellazzo-soatto.it)
- [www.cuit.it](http://www.cuit.it)

- [www.entrepreneurs.com](http://www.entrepreneurs.com)
- [www.euromedfinanza.it](http://www.euromedfinanza.it)
- [www.filodiritto.com](http://www.filodiritto.com)
- [www.generazionale.it](http://www.generazionale.it)
- [www.gmiratings.com/about.aspx](http://www.gmiratings.com/about.aspx)
- [www.itp.net](http://www.itp.net)
- [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)
- [www.marzulli.it](http://www.marzulli.it)
- [www.micamcom.it](http://www.micamcom.it)
- [www.mobilità.it](http://www.mobilità.it)
- [www.nedcommunity.com/allegati/200910262034440.Presentazione\\_Calc\\_aterra](http://www.nedcommunity.com/allegati/200910262034440.Presentazione_Calc_aterra)
- [www.news.excite.it](http://www.news.excite.it)
- [www.notarlex.it](http://www.notarlex.it)
- [www.riskmetrics.com/cgq](http://www.riskmetrics.com/cgq)
- [www.riskmetrics.com/sites/default/files/GRIId\\_Tech\\_Doc](http://www.riskmetrics.com/sites/default/files/GRIId_Tech_Doc)
- [www.standardandpoors.com/about-sp/main/en/us/](http://www.standardandpoors.com/about-sp/main/en/us/)
- [www2.standardandpoors.com/spf/pdf/equity/gamma\\_eng\\_2](http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/equity/gamma_eng_2)
- [www.studiamo.it](http://www.studiamo.it)
- [www.thecorporatelibrary.com/info.php?id=67#wtcl](http://www.thecorporatelibrary.com/info.php?id=67#wtcl)
- [www.tribuna.it](http://www.tribuna.it)
- [www.unicat.it](http://www.unicat.it)
- [www.univa.va.it](http://www.univa.va.it)

## RIVISTE DI SETTORE

- R La Porta, F Lopez-de-Silanes, A Shleifer, R ... - Journal of Financial Economics, Elsevier, Investor protection and corporate governance, 2000

– Quaderni di finanza, Consob, n° 61 gennaio 2008.

- S Bhojraj, P Sengupta - The Journal of Business, U. Chicago Press Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors, 2003
  
- Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets -LF Klapper, Journal of Corporate Finance, Elsevier, 2004
  
- The effects of corporate governance on firms' credit ratings - H Ashbaugh-Skaife, DW Collins, R LaFond - Journal of Accounting and Economics, Elsevier, 2006
  
- Why do countries matter so much for corporate governance? - C Doidge, G Andrew Karolyi, RM Stulz - Journal of Financial Economics, Elsevier, 2007
  
- Large Shareholders and Corporate Control - unimib.it, A Shleifer, RW Vishny - The Journal of Political Economy, UChicago Press, 1986
  
- Il governo delle società quotate tra ordinamento e diritto di società, Rivista di diritto commerciale, 2004.
  
- I principi di Corporate Governance OCSE", 2003.
  
- Una valutazione degli estimatori: gli investitori dovrebbero fidarsi del rating sulla corporate governance?(daryl koehn e joe ueng, journal of management and governance, vol. 9, n°2, 2005)
  
- Borokvich, A. Kennet, R. Parrino e T. Trapani: "Outside directors and CEO selection", journal of financial and quantitative analysis 31, 1996

- Brown, M. Caylor: "The correlation between corporate governance and company performance", study commissioned by institutional shareholder service, 2004
  
- Byrd: "Do outsider director monitor manager?", journal of financial economics 32, 1992
  
- Cotter: " Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?", journal of financial economics 43, 1997
  
- Dalton: " Number of directors and firm performance: a meta-analysis", Academy of management journal 42, 1999
  
- Hermalin: "The determinants of board composition", rand journal of economics, 1988
  
- Klein: "Audit committee, board of director characteristics, and earning management", journal of accounting and economics, 2002
  
- Shivdasani, M. Zenner: "Best practices in corporate governance", journal of applaied corporate finance, 2002
  
- F Serini, V Piscitelli - [economia.uniparthenope.it](http://economia.uniparthenope.it) strumenti per l'analisi del rating
  
- Weisbach: "Outside directors and CEO turnover", journal of financial economics 20, 1988.
  
- Uzun: "Board composition and corporate fraud", financial analyst journal 60, 2004