

*Università degli Studi
di Brescia*



*Dipartimento di
Economia Aziendale*

Riccardo ASTORI - Luisa BOSETTI

***CRISI ECONOMICA
E MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE***

Paper numero 97

Dicembre 2009

CRISI ECONOMICA
E MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE

di

Riccardo ASTORI
Assegnista di ricerca in Economia Aziendale
Università degli Studi di Brescia

e

Luisa BOSETTI
Assegnista di ricerca in Economia Aziendale
Università degli Studi di Brescia

Indice

1. Introduzione.....	1
2. Obiettivi.....	2
3. Metodologia.....	3
4. Risultati	5
4.1. La crisi economica globale	5
4.2. I sistemi di corporate governance	9
4.2.1. I sistemi outsider e insider, gli assetti proprietari e i meccanismi di controllo.....	9
4.2.2. L'attribuzione dei poteri di amministrazione e di controllo: sistemi monistici e dualistici	16
4.2.2.1. <i>L'amministrazione</i>	22
4.2.2.2. <i>Il controllo di corporate governance</i>	27
4.2.2.3. <i>I comitati interni agli organi di corporate governance</i>	31
4.2.2.4. <i>L'autovalutazione degli organi di corporate governance</i>	43
5. Conclusioni, limiti e sviluppi futuri della ricerca	44
Bibliografia.....	48

1. Introduzione

L'attuale crisi economica alimenta un acceso dibattito internazionale, coinvolgendo l'interesse istituzionale, accademico e professionale anche sulla validità delle strutture di corporate governance e sull'efficacia dei sistemi di controllo per la competitività delle imprese nei mercati globali.

L'analisi della crisi – tuttora in corso – non è univoca né può essere consolidata. Alcuni elementi emergono tuttavia chiaramente, tra cui: le carenze nei sistemi di corporate governance e di supervisione, sia interna, sia ad opera degli organi di vigilanza esterni; le manifeste carenze nella trasparenza delle imprese, in primo luogo delle grandi banche internazionali, che rimarcano i limiti dei sistemi di governance *market-oriented*; l'affermazione di un nuovo complesso di minacce e di opportunità che coinvolgono in vario modo l'insieme degli operatori economici internazionali.

Non sono mancati, nel corso degli ultimi anni, casi emblematici, che hanno rappresentato chiari fattori di attivazione della crisi nello scenario internazionale. Ne sono esempio: New Century Financial, Northern Rock, IKB, Bear Stearns, ABN Financial, Roskilde Bank, First Integrity Bank, First Heritage and First National Bank, IndyMac, Silver State Bank, Fanny Mae, Freddie Mac, Lehman Brothers, AIG, Merrill Lynch, Bradford & Bingley, Fortis, Hypo, Dexia (Masera, 2009).

Il fattore all'origine dell'attuale situazione economica mondiale è riconducibile alla crisi del subprime che, a causa della globalizzazione, ha coinvolto l'intero pianeta, con conseguenze differenziate ma tali da influenzare l'insieme delle aziende presenti nei diversi mercati.

Le dimensioni della crisi, peraltro, hanno riflesso le debolezze di natura finanziaria, industriale e gestionale delle aziende, comportando il mutamento degli assetti di mercato a livello mondiale. In particolare, per le società quotate si è assistito a: repentine variazioni nei valori dei titoli, accompagnate da atteggiamenti di diffusa sfiducia e comportamenti speculativi; aumenti di capitale per affrontare la crisi di liquidità o nuovi piani; operazioni di finanza straordinaria finalizzate a ricercare sinergie utili per il superamento della crisi e per il miglioramento (o perlomeno il mantenimento) delle posizioni nei mercati di riferimento.

Le modalità di manifestazione della crisi economica, inoltre, hanno posto in luce le debolezze dei sistemi di corporate governance adottati nei diversi paesi, rendendo improcrastinabile l'attuazione di interventi tesi a ripristinare il consenso con rigore, trasparenza e visione strategica, ma anche mediante l'assunzione di strutture e processi di corporate governance maggiormente efficaci e convergenti a livello internazionale.

Uno dei paradossi della crisi, infatti, sta proprio nel fatto che, a fronte dei significativi avanzamenti nei sistemi di corporate governance proposti nei principali paesi industrializzati in questo inizio di secolo, le dinamiche economiche tendono ad evidenziare carenze di governance senza precedenti. Specificamente, la crisi rimarca:

- l'insufficienza degli interventi effettuati a livello internazionale e nelle singole nazioni per il miglioramento della corporate governance delle società quotate;
- l'inadeguatezza dei controlli attuati dagli organismi di vigilanza esterni con funzioni di tutela dei mercati e degli stakeholder;
- il gap esistente tra globalità dei sistemi economici e convergenza, in ambito internazionale, dei sistemi di corporate governance.

In tutto il mondo esistono infatti leggi e raccomandazioni finalizzate a garantire l'efficacia della governance e dei controlli nell'interesse degli interlocutori aziendali; la crisi, tuttavia, sta mettendo in luce i limiti e gli ampi margini di miglioramento esistenti a livello normativo e, soprattutto, di comportamenti aziendali.

Di qui l'importanza di una ricerca sui collegamenti tra crisi economica globale e corporate governance¹.

Sebbene si riconosca, dal punto di vista economico-aziendale, che l'attuale crisi sia diffusa in quasi tutti i settori e che i derivati squilibri economici, patrimoniali e finanziari prescindano dalle dimensioni e dalle forme di finanziamento adottate, si ritiene opportuno l'approfondimento dei sistemi di corporate governance delle società quotate ad elevata capitalizzazione, sia per la loro maggior esposizione sui mercati globali, sia per il ruolo primario che le stesse assumono nella diffusione e nel superamento della crisi. Recenti studi (McKinsey, 2009) affermano infatti che la situazione di squilibrio interessa circa la metà delle prime 1.000 aziende mondiali per capitalizzazione di borsa.

Infine, considerati i caratteri globali della crisi, appare evidente che la ricerca delle soluzioni ottimali debba trascendere i confini nazionali, pur nella consapevolezza dei vincoli culturali e normativi di ciascun paese.

Partendo quindi dal confronto e dall'analisi delle differenze esistenti tra i sistemi di corporate governance propri di diversi paesi, il presente lavoro intende contribuire al miglioramento dei processi di governo e di controllo delle imprese.

2. Obiettivi

Secondo un'accezione condivisa a livello economico-aziendale, la corporate governance è un'attività amministrativa, di controllo e di comunicazione, svolta su mandato della proprietà (o della proprietà e dei dipendenti) e realizzata nell'interesse di tutti gli stakeholder aziendali. L'attuale crisi enfatizza sia l'inadeguatezza dei sistemi di corporate governance, di controllo interno e di vigilanza esterna, sia la scarsa trasparenza nella comunicazione agli stakeholder.

I caratteri globali della crisi inducono pertanto ad approfondire la tradizionale distinzione tra l'*outsider system* anglosassone (*market-oriented system*) e gli *insider systems* di tipo renano e latino (*relationship-based systems*), evidenziandone i limiti ed i margini di miglioramento per una governance efficace.

La letteratura economico-aziendale ha finora trascurato i collegamenti tra globalizzazione, crisi economica, sistemi di governance e vitalità competitiva d'impresa: la maggior parte degli studi, infatti, è riconducibile alla macroeconomia o all'economia pubblica, oppure considera le relazioni tra corporate governance e crisi con prevalente riferimento alle aziende bancarie (OECD, 2008 e 2009).

Il presente lavoro intende pertanto indagare, secondo un approccio economico-aziendale, le relazioni tra crisi economica globale e corporate governance, analizzando – a livello teorico e con il ricorso ad un significativo correlato empirico – le differenze tra i diversi sistemi di governo e di controllo societario, evidenziandone i punti di forza e di debolezza nell'attuale contesto di crisi. Specificamente, l'obiettivo posto consta dell'approfondimento di:

¹ La presente ricerca è frutto della riflessione congiunta dei due autori. Tuttavia, le singole parti possono essere così attribuite: a Riccardo Astori i paragrafi 3, 4.1, 4.2.2.1, 4.2.2.2 e 5; a Luisa Bosetti i paragrafi 1, 2, 4.2.1, 4.2.2, 4.2.2.3 e 4.2.2.4.

- a) gli effetti della crisi globale sulle società quotate ad elevata capitalizzazione e le connesse implicazioni di governance;
- b) i sistemi di corporate governance privilegiati in tre dei maggiori paesi industrializzati del mondo: Stati Uniti, Italia e Germania. Tali paesi sono stati selezionati in quanto rappresentativi dei principali sistemi di governo e di controllo delle aziende. L'analisi del caso statunitense, infatti, consente di riflettere sui sistemi *outsider* di corporate governance, mentre i due paesi europei costituiscono esempi di sistemi *insider*, ciascuno con proprie peculiarità. Inoltre, la legislazione dei tre paesi prevede differenti modelli di governo e di controllo per le imprese: il modello monistico negli Stati Uniti; il modello dualistico verticale in Germania; i modelli dualistico orizzontale, dualistico verticale e monistico in Italia, con facoltà di scelta da parte delle società per azioni;
- c) le carenze e gli ambiti di miglioramento per una governance d'impresa in grado di tutelare efficacemente gli stakeholder.

3. Metodologia

Lo sviluppo della ricerca si è articolato nelle seguenti fasi.

Dapprima si sono individuati tutti gli elementi rilevanti per la costruzione del modello concettuale e la definizione delle ipotesi di ricerca da sottoporre a verifica, attraverso:

- la raccolta e l'analisi della documentazione e della produzione scientifica italiana ed internazionale sul tema di ricerca;
- lo studio della normativa e delle raccomandazioni esistenti a livello sovranazionale e nei paesi selezionati in materia di sistemi di corporate governance;
- l'individuazione di convergenze e divergenze normative tra i diversi paesi, con verifica dell'esistenza di modelli dominanti e del relativo apporto all'efficacia della corporate governance;
- lo studio dei caratteri dell'attuale crisi economica e degli impatti subiti dalle imprese quotate ad elevata capitalizzazione.

Successivamente si è proceduto all'individuazione delle variabili rilevanti per la valutazione della corporate governance e per l'identificazione dei punti di forza e di debolezza dei diversi sistemi, distinguendo tra assetti proprietari, amministrazione e controllo. In particolare l'individuazione delle variabili rappresentative ha riguardato la struttura e le modalità di funzionamento degli organi di governo e di controllo societario, con enfasi sulla presenza di soggetti indipendenti.

La concreta realizzazione dell'indagine empirica ha richiesto:

- a) l'identificazione, anche in base alle risultanze delle fasi precedenti, di un adeguato gruppo di imprese da sottoporre ad analisi. In tal senso, la scelta è ricaduta sulle dieci società statunitensi, italiane e tedesche quotate nei rispettivi mercati nazionali e maggiormente capitalizzate: si tratta, pertanto, di imprese fortemente esposte sui mercati globali, dalle quali è lecito attendersi un contributo attivo per il superamento della crisi;
- b) la definizione della base documentale ed informativa da sottoporre ad analisi, rappresentata da:
 - l'informativa societaria contenuta nei rapporti annuali sulla corporate governance relativi agli esercizi 2007 e 2008: tale documentazione, disponibile nei siti internet

aziendali, comprende il *proxy statement* per le aziende statunitensi², la relazione sulla corporate governance per le imprese italiane e specifici capitoli della relazione sulla gestione per le società tedesche;

- i codici di autodisciplina aziendali e gli statuti societari, con specifico riferimento ad alcune variabili strutturali;
- l'informativa sulla composizione degli organi di corporate governance a novembre 2009, pubblicata nei siti internet aziendali;

c) la costruzione di un database;

d) la raccolta, l'analisi ed il confronto delle informazioni relative a tre distinti periodi (2007, 2008 e 2009). Più precisamente, i dati del 2007 sono frutto di una precedente ricerca (Salvioni, 2009) e riguardano il gruppo di aziende quotate maggiormente capitalizzate ad aprile 2008. I dati del 2008 e del 2009, diversamente, attengono all'analisi delle dieci aziende maggiormente capitalizzate a novembre 2009.

Infine, si sono formalizzati i risultati della ricerca, cercando di valutare la congruità tra i fabbisogni di governo e di controllo, i comportamenti aziendali concretamente riscontrati e le *best practices* in materia di corporate governance.

Le Tabelle 1 e 2 evidenziano, in ordine decrescente di capitalizzazione, le dieci società oggetto di indagine per ciascuno dei tre paesi considerati (Stati Uniti, Italia e Germania³) e nei periodi selezionati.

² Il *proxy statement* è il documento mediante il quale gli azionisti delle società statunitensi sono informati in merito alla convocazione dell'assemblea annuale ed invitati a prendervi parte. Il *proxy statement* è un documento previsto dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC), ossia l'autorità governativa di vigilanza sulle borse statunitensi e sugli emittenti quotati.

³ Tra le società tedesche si segnala il caso di Basf e Allianz, che hanno adottato lo statuto della Società Europea (SE).

La Società Europea è regolata dalla normativa comunitaria (Regolamento CE n. 2157/2001 e Direttiva 2001/86/CE) ed è stata introdotta per agevolare le imprese degli Stati membri intenzionate a progettare o riorganizzare le proprie attività non soltanto in ambito locale e nazionale. Lo statuto della Società Europea è finalizzato quindi a supportare le imprese che adottando un orientamento internazionale, seppur all'interno dei confini comunitari, necessitano di un quadro legislativo snello e di facile applicazione, ad esempio in situazioni di fusione con altre aziende comunitarie o di costituzione di una filiale comune.

Sotto il profilo della corporate governance, la Società Europea può adottare il modello monistico o il modello dualistico verticale (ossia i due più diffusi nei paesi della Comunità Europea).

Le imprese originarie di paesi dove è consolidato il coinvolgimento dei lavoratori nei processi decisionali o di controllo di natura istituzionale, mediante la partecipazione agli organi di corporate governance, dovrebbero conservare tale prassi anche in caso di adozione dello statuto della Società Europea. Gli Stati membri dovrebbero pertanto delineare le modalità più efficaci per assicurare continuità alla partecipazione dei lavoratori.

Basf e Allianz hanno mantenuto il coinvolgimento dei lavoratori nella nomina del consiglio di sorveglianza, definendolo per mezzo di accordi di negoziazione che possono discostarsi dalle norme di diritto tedesco (leggi sulla codeterminazione), in quanto non applicabili alla Società Europea.

Tabella 1. Le società sottoposte ad analisi per gli anni 2009 e 2008, in ordine decrescente di capitalizzazione

#	STATI UNITI		ITALIA		GERMANIA	
	Denominazione	Capitalizz. (mln euro)	Denominazione	Capitalizz. (mln euro)	Denominazione	Capitalizz. (mln euro)
1	Exxon Mobil	354.384,50	Eni	68.851,94	Siemens	59.679,17
2	Microsoft	264.420,10	Enel	40.152,32	E.On	54.147,03
3	Wal Mart Stores	210.351,30	Unicredit	39.684,05	Bayer	42.612,61
4	Procter & Gamble	181.585,60	Intesa Sanpaolo	35.340,62	Deutsche Telekom	41.781,43
5	Apple	180.595,00	Generali	27.260,69	Sap	39.472,17
6	Johnson & Johnson	172.250,50	Telecom Italia	14.879,43	Allianz	38.082,20
7	General Electric	167.804,40	Snam Rete Gas	11.953,14	Daimler	37.558,15
8	J.P. Morgan Chase	167.674,80	Fiat	11.490,43	Basf	36.592,18
9	Ibm	167.536,90	Atlantia	10.210,75	Rwe	32.775,61
10	Chevron	155.164,60	Saipem	9.751,95	Deutsche Bank	31.291,28

Tabella 2. Le società sottoposte ad analisi per l'anno 2007, in ordine decrescente di capitalizzazione

#	STATI UNITI		ITALIA		GERMANIA	
	Denominazione	Capitalizz. (mln euro)	Denominazione	Capitalizz. (mln euro)	Denominazione	Capitalizz. (mln euro)
1	Exxon Mobil	292.860,37	Eni	93.525,10	E.On	81.240,60
2	General Electric	211.005,15	Unicredit	64.693,80	Siemens	78.136,90
3	Microsoft	164.308,76	Intesa Sanpaolo	55.952,70	Daimler	55.652,30
4	AT&T	134.333,25	Enel	43.576,40	Volkswagen	54.389,90
5	Procter & Gamble	128.877,45	Generali	39.992,10	Deutsche Telekom	53.862,00
6	Wal Mart Stores	124.588,77	Telecom Italia	29.629,00	Allianz	52.235,40
7	Chevron	115.763,44	Fiat	16.788,50	Rwe	43.522,80
8	Johnson & Johnson	112.268,96	Saipem	12.174,10	Basf	40.135,30
9	Bank Of America	104.724,38	Atlantia	11.885,80	Sap	39.431,60
10	Ibm	100.350,33	Mediobanca	10.205,90	Deutsche Bank	38.713,90

Fonte: Salvioni, 2009.

4. Risultati

4.1. La crisi economica globale

L'economia globale sta subendo gli effetti negativi di una profonda crisi che, originatasi nel mercato dei capitali, si è poi trasferita all'economia reale, rimarcando la definitiva caduta delle barriere di spazio e l'emergere di nuove minacce ed opportunità destinate a condizionare il successo d'impresa.

Ne sono dimostrazione le intervenute variazioni nei valori di capitalizzazione delle borse che, presentando complessivamente andamenti simili, evidenziano il significativo crollo del 2008, ancor più repentino di quello registratosi successivamente all'11 settembre 2001 (Grafici 1, 2, 3, 4, 5 e 6).

Le dimensioni della crisi sono chiaramente espresse sia negli indicatori macroeconomici dei sistemi paese, sia negli indicatori rappresentativi della produttività e delle condizioni di economicità e sviluppo delle aziende nei differenti settori di attività.

Grafico 1. Capitalizzazione totale delle borse statunitensi (in milioni di euro)

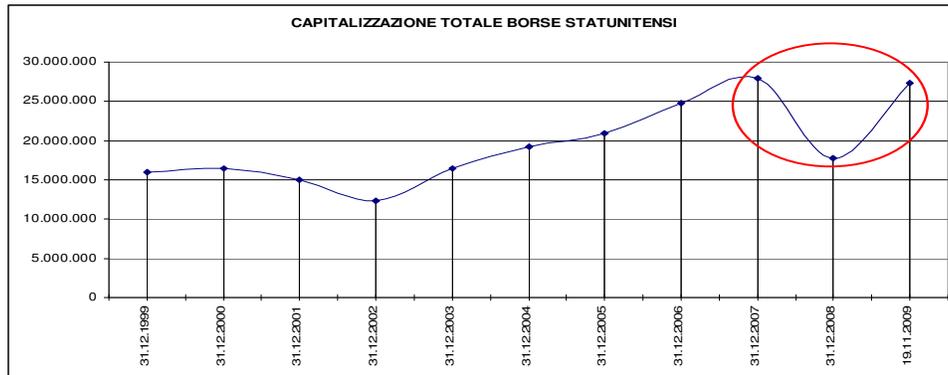


Grafico 2. Capitalizzazione totale della borsa italiana (in milioni di euro)

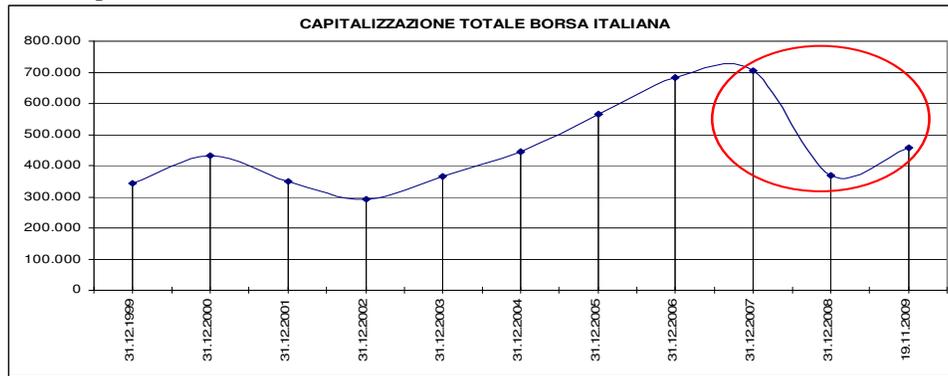


Grafico 3. Capitalizzazione totale della borsa tedesca (in milioni di euro)

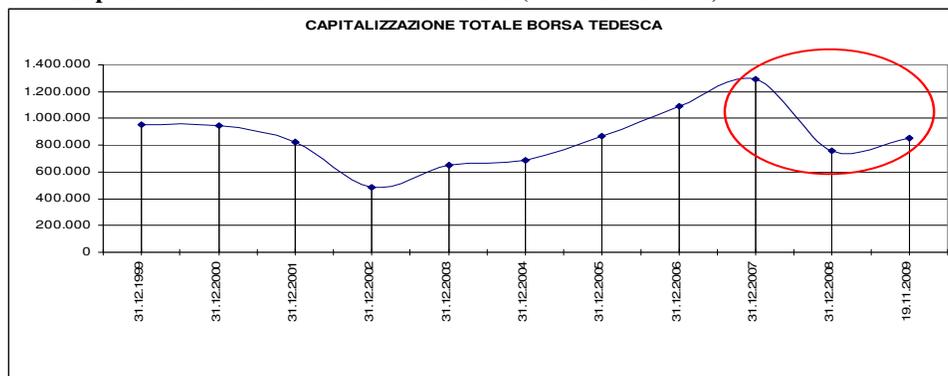


Grafico 4. Capitalizzazione delle società statunitensi selezionate (in milioni di euro)

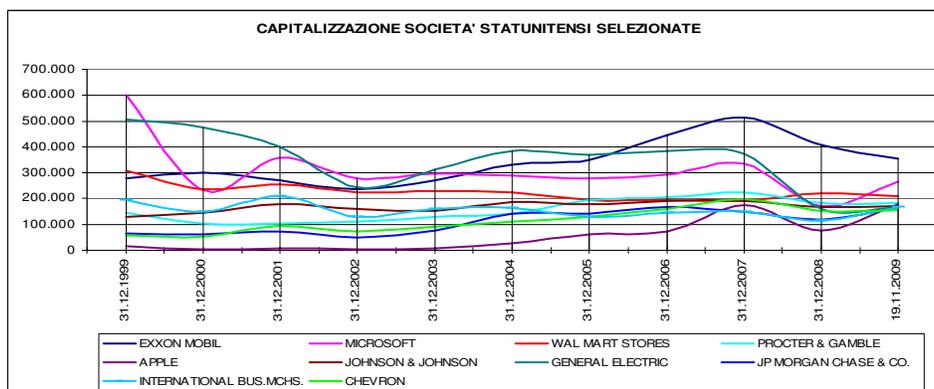


Grafico 5. Capitalizzazione delle società italiane selezionate (in milioni di euro)

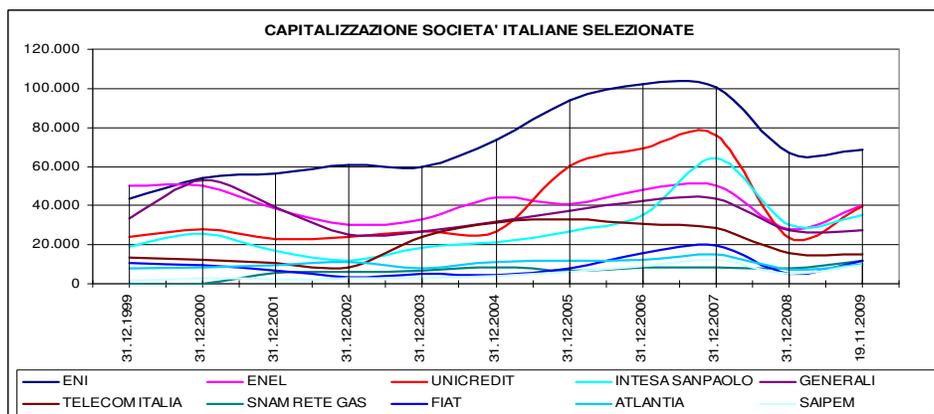
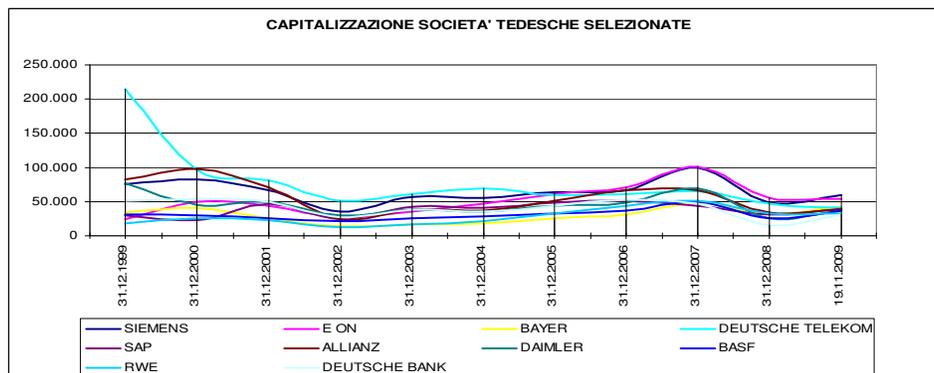


Grafico 6. Capitalizzazione delle società tedesche selezionate (in milioni di euro)



In molti paesi, gli indicatori economici rimarcano uno stato di recessione che, sulla base delle previsioni diffuse dagli organismi competenti, pare destinato a perdurare per alcuni anni.

In Italia, ad esempio, a partire dal 2008 il PIL ha subito una contrazione (-2% in ragione d'anno); del pari, l'indice della produzione industriale ha riportato una riduzione del 6% negli ultimi mesi del 2008. In base alle previsioni della Commissione europea, il PIL dovrebbe contrarsi del 2% nel 2009, gli investimenti ridursi del 10,2% e il tasso di disoccupazione passare dal 6,7% all'8,2%; Confcommercio stima una riduzione dei consumi pari allo 0,7%.

Nell'Unione Europea, le previsioni per il 2009 sono: Pil -1,8% (a fronte del +1% del 2008); investimenti -9,2%; disoccupazione al 9,3%. Negli Stati Uniti, secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, è attesa nel 2009 una riduzione del PIL pari all'1,6%, con la disoccupazione che alla fine del 2008 ha raggiunto il livello più alto dal 1993 (7,2%). In Giappone, la produzione industriale è diminuita del 9,6% da novembre a dicembre 2008, mentre la disoccupazione è passata dal 3,9% al 4,4%; il Fondo Monetario Internazionale prevede una contrazione del PIL giapponese pari al 2,6% nel 2009.

La crisi economica, di origine finanziaria, ha riverberato i suoi effetti anche nell'economia reale, minando la stessa capacità delle aziende di perdurare nel tempo. Ne è diretta conseguenza l'aumento significativo dei tassi di disoccupazione, come evidenziato nella Tabella 3.

Tabella 3. L'andamento della disoccupazione in Italia, Germania e Stati Uniti dal 1999 al 2008 (in migliaia)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
STATI UNITI										
Tasso di disoccupazione	4,2%	4%	4,8%	5,8%	6%	5,5%	5,1%	4,6%	4,6%	5,8%
Disoccupati	5.880	5.655	6.742	8.378	8.774	8.149	7.591	7.001	7.078	8.924
<i>di cui:</i>										
• cessazione precedente lavoro	5.410	5.224	6.289	7.842	8.133	7.463	6.925	6.385	6.451	8.158
• ricerca primo lavoro	469	431	453	536	641	686	666	616	627	766
ITALIA										
Tasso di disoccupazione	11,4%	10,5%	9,5%	9%	8,7%	8%	7,7%	6,8%	6,1%	6,7%
Disoccupati	2.669	2.495	2.267	2.163	2.096	1.960	1.889	1.673	1.506	1.692
<i>di cui:</i>										
• cessazione precedente lavoro	1.258	1.169	1.084	1.062	1.032	1.326	1.255	1.106	1.035	1.187
• ricerca primo lavoro	1.411	1.326	1.183	1.101	1.064	635	634	567	471	505
GERMANIA										
Tasso di disoccupazione	8,8%	7,9%	7,9%	8,7%	10%	11%	11,1%	10,3%	8,6%	7,5%
Disoccupati	3.503	3.127	3.150	3.486	4.023	4.388	4.583	4.279	3.608	3.141
<i>di cui:</i>										
• cessazione precedente lavoro	3.263	2.913	2.953	3.258	3.765	4.078	4.124	3.824	3.222	2.806
• ricerca primo lavoro	240	214	197	228	258	310	459	455	386	336

Fonte: International Labour Organization

Le cause e gli effetti della crisi paiono pertanto suggerire riflessioni profonde anche sul ruolo della governance aziendale e sull'efficacia delle regole poste per la sua attuazione e per la tutela degli stakeholder.

È infatti improcrastinabile la previsione di regole chiare e condivise nello scenario internazionale, tali da garantire il ripristino del consenso sociale e l'avvio di un nuovo sviluppo economico che contempererà equamente le esigenze espresse da tutti gli attori coinvolti nell'agire d'impresa.

4.2. I sistemi di corporate governance

4.2.1. I sistemi *outsider* e *insider*, gli assetti proprietari e i meccanismi di controllo

La diffusione globale dell'attuale crisi economica porta a ritenere che, in ambito internazionale, non esistano ancora sistemi di corporate governance idonei a garantire la durabilità dell'impresa e a tutelare adeguatamente gli azionisti e gli altri interlocutori aziendali. La crisi dell'ultimo biennio ha infatti assunto dimensioni planetarie ed ha coinvolto tutti i mercati e tutti i settori, trasferendosi dal sistema bancario alle imprese industriali e di servizi.

La progressiva espansione della crisi, anche a livello geografico, ha sollevato pesanti interrogativi sulla presunta capacità dei mercati finanziari di esercitare un efficace controllo sul governo delle imprese, in particolare di quelle quotate. In effetti, la crisi economica ha avuto origine proprio negli Stati Uniti, i cui mercati erano tradizionalmente considerati efficienti, trasparenti e in grado di indirizzare le risorse finanziarie verso le aziende più meritevoli.

Il contesto statunitense – insieme a quello britannico, similmente colpito dalla crisi economica – è l'emblema dei sistemi *outsider* di corporate governance, definiti anche *market-oriented*. I sistemi *outsider* sono tipici delle realtà economiche contraddistinte da un elevato numero di grandi imprese quotate, a proprietà altamente frazionata e diffusa, nelle quali possono verificarsi conflitti di interesse tra gli azionisti e il management: i due gruppi di soggetti, infatti, presentano attese differenti e un diverso grado di partecipazione alle vicende societarie.

L'elevata frammentazione del capitale e la sua dispersione tra gli investitori, generalmente detentori di partecipazioni piccolissime che costituiscono meri investimenti finanziari, disincentiva l'intervento diretto dei singoli azionisti nel governo aziendale, che è formalmente delegato ad uno o pochi amministratori esecutivi.

L'esercizio del controllo è spesso percepito dai singoli azionisti come eccessivamente complesso ed oneroso rispetto ai benefici che può generare, da condividere peraltro con tutti gli altri soci che non si sono impegnati ad attuarlo ("sindrome da free rider": Van den Berghe, 2002). Il controllo risulta così sostanzialmente affidato al mercato dei capitali che – in presenza di informazioni chiare, complete, trasparenti e immediate – è supposto capace di riflettere nei prezzi di borsa la performance d'impresa, con efficacia e tempestività. Un eventuale abbassamento della quotazione segnala pertanto l'insoddisfazione e la sfiducia degli investitori nei confronti della dirigenza, sollecitando l'adozione di interventi correttivi a livello gestionale o aprendo addirittura la strada ad un *takeover*. Tale ipotesi si concretizza grazie alla facilità di circolazione dei titoli nel mercato azionario, che rende possibile il cambio della proprietà; a questa situazione si accompagna la sostituzione del management che non ha saputo governare l'impresa nell'interesse degli azionisti, al punto da provocare il ribasso della quotazione (Fortuna, 2001).

Il fenomeno descritto spiega quindi come i mercati finanziari efficienti e trasparenti possano esercitare una funzione di controllo sul governo delle imprese: si tratta, ad evidenza, di un controllo esterno, da cui discende la definizione di *outsider system* utilizzata per il contesto anglosassone, nel quale il meccanismo di "uscita" dalla compagine azionaria mediante la cessione delle quote detenute ha prevalso a lungo su quello della "voce", intesa come la partecipazione diretta al governo e al controllo della gestione da parte dei soci (Hirschman, 1970).

La recente evoluzione dei mercati dei capitali e la crescente importanza acquisita dagli investitori istituzionali (fondi comuni, fondi pensione, ecc.) tendono tuttavia a riflettersi sulla natura del controllo, modificandola almeno parzialmente. Oggi, infatti, la rilevanza delle partecipazioni detenute e degli interessi rappresentati dagli investitori istituzionali è tale da giustificare l'intervento attivo e propositivo in assemblea, con la effettiva possibilità di influenzare le scelte del management e di realizzare processi di controllo più pervasivi e costanti (Solomon, 2007).

La Tabella 4 fornisce alcune informazioni sulla composizione dell'azionariato nelle dieci aziende statunitensi indagate nella presente ricerca. I dati confermano quanto sopra affermato: nelle principali imprese per capitalizzazione a novembre 2009, la proprietà è generalmente assai frazionata.

In 7 casi su 10 non è possibile identificare soggetti detentori di partecipazioni superiori al 5% né tra gli insider (amministratori e dirigenti) né tra gli altri azionisti. Inoltre, in un caso (Apple), il co-fondatore della società ed attuale CEO detiene una partecipazione minoritaria (1%), in qualità di *insider*.

I dati esposti in tabella mettono in risalto la particolare situazione di due aziende – Wal Mart Stores e Microsoft – il cui assetto proprietario risulta fortemente o moderatamente accentrato, diversamente dalla tipica condizione delle *public companies* statunitensi. Come si può osservare, infatti, il 44% delle azioni di Wal Mart Stores è detenuto da *insiders* e altri azionisti di maggioranza, mentre in Microsoft tale quota è pari al 12%. In entrambi i casi si tratta di imprese gestite e/o controllate dai rispettivi fondatori (la famiglia Walton per Wal Mart Stores; Bill Gates per Microsoft), che esercitano direttamente le funzioni amministrative operando come manager, oppure le funzioni di controllo sulla direzione aziendale, in veste di amministratori non esecutivi⁴.

⁴ La composizione del consiglio di amministrazione nelle aziende citate è approfondita nel proseguimento del lavoro.

Tabella 4. Gli assetti proprietari delle dieci società statunitensi oggetto della ricerca

Denominazione	% azioni di insider e azionisti > 5%	% azioni di investitori istituzionali e fondi comuni	Maggiori investitori istituzionali e % azioni detenute	
Exxon Mobil	0%	48%	Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	4,46%
			State Street Corporation	3,66%
			Vanguard Group, Inc.	3,51%
Microsoft	12%	63%	Capital Research Global Investors	4,08%
			Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	3,83%
			Vanguard Group, Inc.	3,09%
Wal Mart Stores	44%	37%	Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	2,37%
			Vanguard Group, Inc.	2,10%
			State Street Corporation	2,06%
Procter & Gamble	0%	59%	Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	4,22%
			State Street Corporation	3,62%
			Vanguard Group, Inc.	3,49%
Apple	1%	73%	FMR LLC	4,94%
			Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	4,50%
			Vanguard Group, Inc.	3,48%
Johnson & Johnson	0%	65%	State Street Corporation	4,72%
			Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	4,20%
			Vanguard Group, Inc.	3,53%
General Electric	0%	50%	Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	4,17%
			Vanguard Group, Inc.	3,41%
			State Street Corporation	3,33%
J.P. Morgan Chase	0%	75%	FMR LLC	4,53%
			Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	4,39%
			State Street Corporation	3,80%
Ibm	0%	62%	State Street Corporation	4,93%
			Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	4,31%
			Vanguard Group, Inc.	3,55%
Chevron	0%	63%	State Street Corporation	4,63%
			Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	4,56%
			Vanguard Group, Inc.	3,55%

Fonte: Yahoo Finance; elaborazione dei dati presenti in Edgar online⁵ (2 dicembre 2009).

La tabella evidenzia altresì la considerevole presenza di investitori istituzionali nel capitale delle imprese analizzate. Tali soggetti detengono complessivamente partecipazioni azionarie comprese tra il 37% (in Wal Mart Stores) e il 75% (in J.P. Morgan Chase); inoltre, tre di essi (Barclays Global Investors UK Holdings Ltd, State Street Corporation e Vanguard Group, Inc.) figurano quasi sempre tra i maggiori azionisti delle società statunitensi considerate nella ricerca, nonostante le loro partecipazioni individuali non raggiungano mai il 5%.

Al riguardo, è interessante osservare che, a fronte della diffusa mancanza di azionisti di maggioranza nel capitale delle imprese, gli investitori istituzionali possono concretamente orientare i processi di nomina degli organi di governance nelle *public companies* e promuovere l'adozione di *best practices* di governo, controllo interno e comunicazione ai mercati e agli stakeholder. Ciò pare auspicabile soprattutto in considerazione del fatto che gli investitori istituzionali sono portati ad assumere linee di comportamento comuni, nel generale interesse dei risparmiatori che costituiscono la loro clientela.

Per effetto dell'attivismo che contraddistingue gli investitori istituzionali, gli *outsider systems* presentano attualmente lineamenti meno marcati rispetto al passato, permettendo di osservare una lieve convergenza verso i sistemi di tipo *insider*, a cui sono stati per lungo tempo contrapposti. Gli *insider systems*, a loro volta, tendono a perdere alcune delle proprie

⁵ Edgar (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval) è il sistema informatico-telematico con cui la SEC raccoglie, convalida, indicizza e rende pubblica l'informativa obbligatoria predisposta dalle imprese sottoposte alla sua azione di controllo. Il sistema Edgar è finalizzato ad aumentare l'efficienza e il corretto funzionamento dei mercati finanziari nell'interesse degli investitori, delle imprese e del sistema economico in generale, accelerando la raccolta, la catalogazione e la divulgazione dei documenti societari.

tipiche caratteristiche in conseguenza della globalizzazione dell'economia e dei mercati, che favorisce l'ingresso di azionisti stranieri e di società di gestione del risparmio nel capitale delle imprese, riducendo la concentrazione della proprietà.

Gli *insider systems* tradizionali si riscontrano essenzialmente in presenza di mercati finanziari poco sviluppati, proprietà concentrata e stabile del capitale ed importanti legami – anche di tipo istituzionale – tra le imprese e le istituzioni bancarie. In queste realtà, l'effettuazione di un controllo dall'interno è concretamente possibile e si rende essenziale, in primo luogo, a causa della vischiosità dei mercati finanziari, dove è spesso scambiata soltanto una parte marginale del capitale, la cui acquisizione da parte di un unico soggetto non può bastare a garantirgli il potere di sostituire il management.

Negli *insider systems* il controllo sull'attività dei manager è allora affidato ad un organo composto dai rappresentanti dei principali portatori di interessi, selezionati in base alla loro esposizione al rischio ed alla criticità della risorsa conferita.

Le vicende storiche ed economiche dei paesi in cui si è affermato il sistema *insider* hanno contribuito, tuttavia, a delinearne forme parzialmente divergenti (Melis, 1999; Weimer e Pape, 1999; Luo, 2007). A fronte delle caratteristiche comuni menzionate, si possono distinguere:

- gli *insider systems* di tipo renano, connotati da un forte grado di partecipazione al controllo da parte dei lavoratori e delle banche;
- gli *insider systems* di tipo latino, in cui è l'azionista di maggioranza a controllare il management per mezzo del consiglio di amministrazione;
- gli *insider systems* che tendono a svilupparsi nelle economie in fase di transizione, dove i mercati dei capitali sono deboli, le regole sono frequentemente disattese o eluse dalle imprese e non è raro che l'azionista di maggioranza persegua i propri interessi con forte autonomia e spiccata parzialità, talvolta protetto da relazioni di scambio e connubi politici.

Tralasciando da questa trattazione i sistemi *insider* delle economie in transizione (come Russia e Cina), tutt'altro che maturi per sostenere la vitalità competitiva delle imprese nei mercati globali, è opportuno approfondire l'analisi dei sistemi renani e latini.

Il sistema renano – tipico della Germania, degli altri paesi dell'Europa continentale e degli stati scandinavi – si caratterizza per la ricerca di collaborazione tra gli stakeholder promossa dalle leggi sulla codeterminazione o cogestione aziendale. Per esplicita previsione normativa, negli organi di corporate governance devono trovare rappresentazione le due categorie di portatori di interessi istituzionali: in altri termini, i conferenti di capitale di rischio (quali i soci fondatori e loro famiglie, le banche e gli enti pubblici) e i prestatori di lavoro condividono la titolarità e l'esercizio delle funzioni di governo e/o di controllo, secondo regole operative che possono differire da un paese all'altro (Bosetti, 2009), ma che definiscono univocamente un sistema *relationship-based*. In tal senso, il caso più significativo è costituito dall'esperienza tedesca, data anche l'importanza economica e politica del paese.

Anche nei paesi latini (Italia, Francia, Belgio, Spagna, Portogallo, Grecia) si riscontra generalmente un controllo di tipo *insider* che, tuttavia, è esercitato esclusivamente dalla proprietà: più precisamente, da un azionista di maggioranza – talvolta pubblico, anche dopo i diffusi processi di privatizzazione che negli ultimi vent'anni hanno avuto luogo in questi paesi – o da un gruppo di azionisti vincolati da patti di sindacato. All'assetto proprietario concentrato e stabile, anche nelle grandi imprese, si associa per-

tanto il penetrante controllo dell'azionista di maggioranza sulla gestione aziendale, che può essere mitigato dal legislatore mediante la previsione di norme a tutela delle minoranze (finalizzate, ad esempio, alla nomina di amministratori e sindaci di minoranza, come nella realtà italiana⁶).

La globalizzazione degli scambi, la ricerca di sinergie con realtà aziendali estere, lo sviluppo dei mercati finanziari e le integrazioni tra le borse valori di differenti paesi e contesti economico-imprenditoriali hanno però indotto una parziale modificazione dei caratteri tipici dei sistemi *insider*. In particolare, le imprese più grandi e maggiormente orientate ai mercati internazionali hanno progressivamente allargato la propria compagine azionaria, con intenti strategici o in risposta al crescente fabbisogno di capitali per sostenere lo sviluppo delle proprie attività. Pertanto, sempre più spesso si verifica che svariati investitori istituzionali detengano quote di minoranza e partecipino ai processi di governo e di controllo per mezzo di propri rappresentanti, eletti in assemblea. In certi casi, l'impresa si ritrova priva dell'azionista di maggioranza e tende ad assomigliare alla *public company* anglosassone, esposta a possibili scalate esterne.

La struttura proprietaria delle imprese tedesche e italiane analizzate nella presente ricerca è in linea con la citata evoluzione dei sistemi *insider*.

Osservando le aziende tedesche a maggior capitalizzazione (Tabella 5), si nota in due casi la persistenza del controllo pubblico esercitato dallo Stato o dalle municipalità anche dopo il processo di privatizzazione delle imprese (Deutsche Telekom, RWE). In altrettanti casi, gli unici soci con partecipazioni rilevanti superiori al 5% sono i fondatori dell'azienda (SAP) o i loro eredi (Siemens). In un caso (Daimler), le quote di capitale più significative sono detenute indirettamente da azionisti pubblici esteri, entrati a far parte della compagine azionaria tra il 2005 e il 2009. Le banche private, gli investitori istituzionali e le società di asset management detengono partecipazioni minoritarie in tutte le imprese analizzate.

Tabella 5. Gli assetti proprietari delle dieci società tedesche oggetto della ricerca

Denominazione	Azionisti principali	
Siemens	Famiglia von Siemens	5,58%
E.On	-	-
Bayer	Capital Research and Management Company	9,97%
	KfW (banca a capitale totalmente pubblico)	16,87%
Deutsche Telekom	Repubblica di Germania	14,83%
	Blackstone	4,40%
Sap	Prof. Dr. h.c. Hasso Plattner	10,52%
	Klaus Tschira	8,71%
	Dietmar Hopp	8,18%
Allianz	-	-
Daimler	Semare Beteiligungsverwaltungs GmbH (per conto dell'Emirato di Abu Dhabi)	9,09%
	Kuwait Investment Authority (per conto dello Stato del Kuwait)	6,90%
Basf	-	-
Rwe	RW Energie Beteiligungsgesellschaft mbH (srl i cui soci sono le municipalità)	15,00%
Deutsche Bank	Axa	4,64%
	Credit Suisse	3,86%

Fonte: Deutsche Börse (dati riferiti al 21 settembre 2009) e siti aziendali⁷.

⁶ Si veda in proposito il par. 4.2.2.1.

⁷ Le informazioni relative a Bayer, Deutsche Telekom, Sap, Daimler e Rwe sono tratte dal sito della borsa tedesca. Le informazioni su Siemens e Deutsche Bank provengono dai siti aziendali, in base al più recente aggiornamento disponibile. Per quanto riguarda E.On, Allianz e Basf, non è stato possibile reperire informazioni dettagliate; per tali aziende, è noto solamente che non esistono azionisti con partecipazioni superiori al 5%.

Anche tra le principali aziende italiane per capitalizzazione (Tabella 6) si riscontra una situazione ibrida. Rispetto al passato, lo sviluppo dei mercati finanziari ha favorito l'ingresso di investitori istituzionali, società di asset management e investitori retail: attualmente, in media, circa il 60% del capitale delle dieci aziende analizzate è collocato sul mercato. Tuttavia, in otto casi su dieci continua ad esistere un chiaro azionista di riferimento:

- lo Stato, nelle public utilities e nelle imprese energetiche (Eni, Enel, Snam Rete Gas e Saipem);
- una famiglia (Agnelli in Fiat; Benetton in Atlantia tramite Edizione srl);
- un'altra società (Mediobanca ha una partecipazione che sfiora il 12% in Generali; Telco controlla Telecom con una quota superiore al 23% del capitale ed è a sua volta controllata congiuntamente da Mediobanca, Generali e Intesa Sanpaolo per mezzo di accordi parasociali).

In due aziende bancarie (Unicredit e Intesa Sanpaolo), infine, la struttura proprietaria è decisamente più frazionata.

La convergenza tra i sistemi *outsider* e *insider*, seppure ancora limitata e generalmente osservabile con specifico riferimento alle imprese globalizzate, ha senza dubbio contribuito alla diffusione dell'attuale crisi economica. Come già osservato, questa ha avuto origine nel sistema statunitense ed ha progressivamente contaminato gli altri contesti economici e imprenditoriali, sia anglosassoni, sia renani e latini. Appare evidente il fallimento dei sistemi di controllo di tipo *outsider*, ossia basati sull'azione dei mercati finanziari, reputati in grado di autoregolarsi e di sanzionare, mediante fenomeni di *take-over*, i manager non meritevoli della fiducia degli investitori: tale fallimento è da ricondursi in primo luogo alla effettiva mancanza di trasparenza da parte delle società, che fa venire meno i presupposti per l'efficacia del controllo da parte del mercato.

Per effetto della globalizzazione, il fallimento del sistema *outsider* statunitense ha trascinato nella crisi anche i sistemi dove il controllo è più spiccatamente esercitato dalla proprietà e, se previsto, dai lavoratori. La crisi si è trasferita tra i sistemi investendo pesantemente dapprima le società quotate e protese all'internazionalizzazione, con evidenti ripercussioni in termini di capitalizzazione, e successivamente anche quelle non quotate e prevalentemente orientate ai mercati nazionali.

Soprattutto con riferimento alle società quotate, la crisi ha messo in evidenza le carenze legislative e regolamentari in tema di controlli esterni e interni. Nonostante in molti paesi si sia assistito ad una copiosa produzione normativa a partire dal 2002 – anno in cui gli Stati Uniti vararono il Sarbanes-Oxley Act in risposta al caso Enron⁸ – sembrano tuttora mancare norme obbligatorie e sufficientemente rigorose tese a tutelare gli interlocutori aziendali, specialmente nei paesi di *common law*.

⁸ Il Sarbanes-Oxley Act ha aggravato le responsabilità a carico dei vertici aziendali e ha potenziato i sistemi di revisione interna ed esterna e di comunicazione agli stakeholder.

Tabella 6. Gli assetti proprietari delle dieci società italiane oggetto della ricerca

Denominazione	Azionisti rilevanti (titolari di partecipazioni > 2%)	
Eni	Ministero dell'Economia e delle Finanze	20,321%
	Cassa Depositi e Prestiti spa	9,999%
	Capital Research and Management Company	2,010%
Enel	Cassa Depositi e Prestiti spa	17,362%
	Ministero dell'Economia e delle Finanze	13,882%
	Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	2,015%
Unicredit	Fondazione Cassa di Risparmio di Verona, Vicenza, Belluno e Ancona	5,009%
	Central Bank of Libya	4,613%
	Fondazione Cassa di Risparmio di Torino	3,679%
	Carimonte Holding spa	3,122%
	Allianz	2,201%
Intesa Sanpaolo	Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	2,003%
	Compagnia di San Paolo	7,684%
	Credit Agricole SA	5,476%
	Assicurazioni Generali spa	5,074%
	Fondazione Cariplo	4,680%
	Carlo Tassara spa	4,605%
	Fondazione Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo	4,180%
	Ente Cassa di Risparmio di Firenze	3,378%
	Fondazione Cassa di Risparmio in Bologna	2,728%
	Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	2,030%
Generali	Mediobanca spa	11,986%
	Banca d'Italia	4,467%
	Unicredit spa	3,241%
	B&D Holding di Marco Drago e C. spa	2,680%
	Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	2,01%
Telecom Italia	Telco spa	23,595%
	Findim Group SA	4,999%
	Brandes Investment Partners LP	4,024%
	Alliancebernstein LP	2,069%
Snam Rete Gas	Ministero dell'Economia e delle Finanze	50,031%
	Pictet Funds (Europe) SA	3,682%
Fiat	Giovanni Agnelli & C. sapa	30,450%
	Capital Research and Management Company	5,223%
	FMR LLC	2,392%
Atlantia	Edizione srl	38,060%
	Fondazione Cassa di Risparmio di Torino	6,680%
	Abertis Infraestructuras SA	6,680%
	Assicurazioni Generali spa	3,353%
	Aabar Investments Pjsc	3,340%
Saipem	UBS AG	2,697%
	Ministero dell'Economia e delle Finanze	42,930%
	Capital Research and Management Company	4,908%
	Alliancebernstein LP	2,035%
	FIL Limited	2,016%

Fonte: Consob, Azionisti rilevanti. Quote sul capitale ordinario (2 dicembre 2009).

Al riguardo, è interessante osservare la sostanziale coincidenza tra paesi a *common law* e sistemi *outsider* di corporate governance, nonché tra paesi a *civil law* e sistemi *insider*.

Negli Stati Uniti – caratterizzati dalla *common law* – la parte più consistente delle norme di dettaglio a cui sono assoggettate le società quotate proviene dalle borse valori e dall'autorità pubblica di vigilanza sui mercati e sugli emittenti (*Securities and Exchange Commission*, SEC). Tali norme trovano un sistematico completamento in sede autodisciplinare, grazie ai numerosi codici di corporate governance pubblicati dalle associazioni d'impresa, dagli organismi di rappresentanza dei CEO o su iniziativa degli investitori istituzionali; questi ultimi sollecitano così il miglioramento delle strutture e dei processi di governance nelle società a cui intendono destinare le risorse finanziarie raccolte e gestite per conto dei risparmiatori. Tuttavia, è doveroso rimarcare che l'adozione dei codici di autodisciplina è rimessa alla discrezionalità delle imprese, che sono libere di non applicarli o di derogare alle *best practices* da questi promosse, moti-

vando adeguatamente le proprie scelte nei documenti destinati agli interlocutori esterni, secondo il principio “*comply or explain*”.

Ad ogni modo, la crisi non ha risparmiato nemmeno i sistemi a *civil law*, evidenziando anche per questi ultimi la necessità di un serio rafforzamento dei sistemi di vigilanza esterna e di controllo interno mediante l'intervento dei legislatori nazionali e sovranazionali.

Nel complesso, pare opportuno sottolineare come in tutti i sistemi di governance si avverta oggi il fabbisogno di comunicazioni più chiare, tempestive e complete divulgate dalle società quotate, ma anche di sistemi di revisione e certificazione indipendente atti a ripristinare la fiducia degli investitori e degli altri interlocutori aziendali.

Come si è già osservato, la trasparenza sulla governance, sulle strategie e sui risultati costituisce l'essenziale premessa all'efficacia del controllo esercitato dai mercati finanziari; tuttavia, alla luce dell'attuale crisi e di come si è sviluppata e diffusa, risulta pressante l'esigenza di affiancare al controllo *outsider* un sistema di norme vincolanti che rafforzi sia la vigilanza pubblica sulle imprese, sia i meccanismi di tutela delle minoranze azionarie e degli altri stakeholder.

4.2.2. *L'attribuzione dei poteri di amministrazione e di controllo: sistemi monistici e dualistici*

Lo studio dei sistemi di corporate governance evidenzia una netta distinzione tra due modelli di fondo – quello monistico e quello dualistico – basata sul differente grado di separazione tra gli organi istituzionali e sulle conseguenti modalità di interrelazione tra questi ultimi.

Per offrire maggiori certezze sull'equilibrato soddisfacimento delle attese dei vari interlocutori aziendali, è infatti importante che soggetti diversi siano incaricati delle funzioni di gestione e di monitoraggio delle attività; tuttavia, gli ordinamenti giuridici nazionali, le prassi e i codici di *best practice* rispondono con modalità differenti a questa esigenza. In effetti, è possibile distinguere tra:

- a) modelli di governance in cui i poteri in questione sono conferiti a persone diverse ma appartenenti ad uno stesso organo eletto dall'assemblea, tanto da poter parlare di modelli monistici o unitari;
- b) modelli di governance nei quali due organi distinti esercitano l'uno le prerogative di governo e l'altro quelle di controllo: tali modelli possono essere definiti, pertanto, dualistici. Nei modelli dualistici, i due organi istituzionali sono formalmente separati in quanto composti da soggetti diversi, ma si trovano ad interagire nel momento in cui l'organo di vigilanza riceve da quello di gestione le informazioni necessarie per esercitare il proprio potere di supervisione e, talvolta, di indirizzo, sull'attività dell'organo amministrativo.

Nel modello monistico⁹, l'organo fondamentale per il funzionamento dell'azienda è il consiglio di amministrazione (*board of directors*), che comprende due tipologie di membri: quelli esecutivi e quelli non esecutivi (Figura 1).

Le tipiche competenze del consiglio di amministrazione riguardano: la pianificazione strategica; l'indirizzo e il controllo della gestione operativa, affidata al management; l'orientamento di tutta l'organizzazione verso l'assunzione di comportamenti social-

⁹ Il sistema monistico o unitario è definito, in lingua inglese, “*one-tier system*”: tale espressione enfatizza l'esistenza di un solo livello (*tier*) di nomina, effettuata dall'assemblea dei soci nei confronti del consiglio di amministrazione.

mente responsabili; la promozione della trasparenza nelle relazioni interne e, soprattutto, esterne.

Figura 1. Il modello monistico



Gli amministratori esecutivi assolvono le funzioni manageriali, affiancati in genere da altri dirigenti (direttori di funzione, direttori di filiale, ecc.). Talvolta, gli amministratori esecutivi detengono una quota importante del capitale sociale o sono di fatto nominati dalla proprietà. Tra di essi, può essere nominato il direttore generale (*chief executive officer*, CEO): in tal caso, il soggetto prescelto opera quale elemento di collegamento tra i vertici istituzionali e l'organizzazione, garantendo il necessario scambio di informazioni.

È compito degli amministratori esecutivi (o *inside directors*) predisporre i progetti strategici e provvedere alla loro attuazione, dopo che sono stati discussi e approvati dall'intero consiglio di amministrazione. Tale procedura prevede, in particolare, l'intervento degli amministratori non esecutivi ed assicura maggiore obiettività e razionalità di giudizio, poiché tali soggetti non sono coinvolti in prima persona nella gestione e non hanno legami con la proprietà dell'impresa (si parla, infatti, anche di *outside directors*). Alcuni amministratori non esecutivi non di rado rispettano altresì specifici requisiti di indipendenza, tali per cui non sussiste alcun legame finanziario, commerciale, lavorativo o familiare con l'impresa e con gli amministratori esecutivi¹⁰, condizione che dovrebbe assicurare valutazioni imparziali e che dovrebbe favorire il confronto aperto e spontaneo con gli altri amministratori.

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

La peculiarità del modello monistico è che ai componenti del consiglio di amministrazione, più precisamente a quelli non esecutivi, è attribuito anche il potere di controllo sull'amministrazione. L'estraneità degli *outside directors* all'esercizio della gestione li rende, infatti, particolarmente adatti ad operare nell'interesse degli stakeholder esterni, vigilando su: il corretto svolgimento delle operazioni; l'impiego efficace ed efficiente delle risorse; la gestione dei rischi; l'equità di trattamento degli interlocutori sociali.

¹⁰ I requisiti di indipendenza sono evidenziati nei codici di autodisciplina di tutto il mondo o nelle norme di legge, con differenze pressoché solo formali. La Raccomandazione europea del 15 febbraio 2005 (Raccomandazione 2005/162/CE), ad esempio, afferma che: «Un amministratore dovrebbe essere considerato indipendente soltanto se è libero da relazioni professionali, familiari o di altro genere con la società, il suo azionista di controllo o con i dirigenti di entrambi, che creino un conflitto di interessi tale da poter influenzare il suo giudizio».

Gli amministratori non esecutivi necessitano tuttavia di essere convenientemente informati dagli altri componenti del *consiglio* in merito all'andamento della gestione, non potendo disporre di conoscenze originate da una partecipazione attiva, al fine di svolgere con cognizione di causa le funzioni di controllo che sono loro demandate.

Un sistema di governance articolato secondo le suesposte indicazioni potrebbe far sorgere, tuttavia, giustificate perplessità.

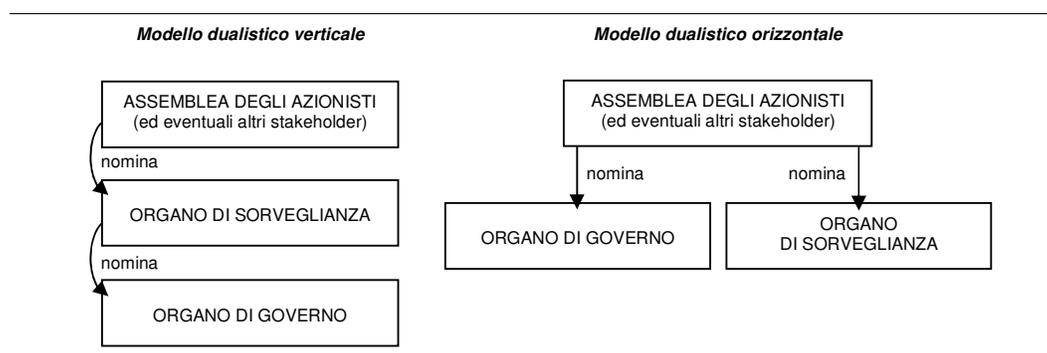
In primo luogo, si potrebbe criticare il fatto che i soggetti investiti delle funzioni di controllo siano membri dell'organo amministrativo, rispetto al quale si deve realizzare l'attività di indirizzo e monitoraggio. Da questo punto di vista occorre considerare che gli amministratori preposti alla vigilanza non possono esercitare le funzioni manageriali. A ciò si aggiunge, almeno da parte di alcuni amministratori non esecutivi, il rispetto di specifici requisiti di indipendenza, che devono essere adeguatamente comunicati agli stakeholder, in particolare in caso di società quotate. In sostanza, sembrano esistere sufficienti garanzie di imparzialità nelle valutazioni formulate dagli *outside directors*, nonostante la loro appartenenza al consiglio di amministrazione. Tale imparzialità enfatizza altresì le ampie potenzialità di assunzione di funzioni propositive e consultive da parte dei componenti non esecutivi nell'ambito di comitati interni all'organo amministrativo, specializzati su tematiche che possono invece originare conflitti di interesse per i membri esecutivi.

Un secondo possibile problema attiene al grado di approfondimento e alla qualità delle informazioni a disposizione degli amministratori non esecutivi. Al riguardo, è opportuno sottolineare che la comunicazione dei fatti gestionali a tutto il *board*, e in particolare ai membri che non hanno preso parte alla gestione, è una responsabilità imposta ad ogni amministratore, con una frequenza prestabilita (in genere, almeno una volta ogni tre mesi). Per una maggior tutela degli stakeholder, agli amministratori non esecutivi è dunque riconosciuto il potere-dovere di raccogliere, presso gli organi delegati, tutte le altre informazioni utili a formulare le proprie considerazioni e a verificare il rispetto delle condizioni di economicità e di correttezza del governo aziendale. Se può sorgere il timore che la comunicazione interna al *board*, proveniente in ampia misura dai soggetti controllati, sia incompleta e tendenziosa, è importante tenere presente che esiste un valido potere dei controllori di verificare il contenuto dei messaggi e dei documenti, acquisendo informazioni aggiuntive. L'appartenenza al consiglio di amministrazione dovrebbe inoltre garantire l'agevole ottenimento delle informazioni, riducendo i tempi e i costi connessi.

Infine, pare opportuno osservare che l'appartenenza di tutti i consiglieri ad un solo organo potrebbe generare remore nei componenti non esecutivi a contrastare le strategie proposte dagli *executives* e a monitorarne l'operato ("*monitor-colleague-dilemma*"). Tale rischio dovrebbe tuttavia essere neutralizzato dall'intervento di un presidente autorevole, che dovrebbe ribadire le specifiche competenze di ciascuna tipologia di amministratori e promuovere una sana discussione in tutte le riunioni del consiglio (Jungmann, 2006).

I modelli dualistici, diversamente, si caratterizzano per l'esistenza di due organi separati di direzione e di sorveglianza. Nell'ambito dei modelli dualistici, è possibile delineare anche una ulteriore distinzione, che tiene conto dei soggetti investiti del potere di nominare gli organi di amministrazione e di controllo. In tal senso, si è soliti classificare i modelli dualistici in verticali ed orizzontali¹¹ (Figura 2).

¹¹ L'espressione "modello (o sistema) dualistico verticale" è adottata per sottolineare lo sviluppo su due livelli del modello di corporate governance in oggetto: il primo livello si individua in fase di nomina

Figura 2. Il modello dualistico a sviluppo verticale e orizzontale

Nei modelli dualistici verticali, l'assemblea elegge l'organo di controllo (generalmente denominato consiglio di sorveglianza o *supervisory board*), quest'ultimo nomina l'organo amministrativo (il consiglio di gestione o *management board*) e i due organi presentano una differente composizione.

Nei modelli dualistici orizzontali, l'assemblea elegge direttamente i due organi, adottando la regola che nessun soggetto possa far parte di entrambi (incompatibilità tra le due cariche).

Nei modelli dualistici, la direzione dell'impresa è affidata generalmente al *management board* formato da amministratori esecutivi dotati di competenze professionali. Gli amministratori non rientrano necessariamente nella compagine azionaria; al contrario, lo statuto societario può richiedere specifici requisiti di indipendenza e onorabilità.

Il *management board* formula i piani strategici ed è responsabile della realizzazione dei programmi operativi; le sue deliberazioni possono, tuttavia, essere sottoposte all'autorizzazione dell'organo di sorveglianza, il cui potere di intervento presenta varia intensità a seconda degli ordinamenti nazionali.

Il *supervisory board* vigila sulla corretta amministrazione dell'impresa da parte del *management board* e sull'adeguatezza dei sistemi informativi, di organizzazione e di controllo interno. Per adempiere ai propri compiti, tale organo ha il diritto di pretendere informazioni sulla gestione e sui risultati raggiunti, nonché di procedere ad ispezioni.

L'importanza e la visibilità dell'organo di controllo sono sensibilmente differenti a seconda che il modello dualistico si configuri come verticale o orizzontale. Nel primo

del consiglio di sorveglianza da parte dell'assemblea dei soci (o degli altri soggetti autorizzati dalla legge); il secondo livello si realizza all'atto della nomina del consiglio di gestione ad opera dell'organo di sorveglianza. La dizione "sistema dualistico verticale" può quindi adeguatamente tradurre la tipica espressione anglosassone "*two-tier system*" che identifica il modello in oggetto (*tier* significa, infatti, *livello*).

L'espressione "sistema dualistico orizzontale" è stata coniata nella letteratura italiana (Lacchini, 2002; Fiori e Tiscini, 2005) per indicare il sistema di corporate governance che prevede il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale, eletti entrambi dall'assemblea dei soci: vengono cioè a mancare i due livelli di nomina descritti nel sistema dualistico verticale.

Il sistema dualistico orizzontale, che è tradizionale in Italia, trova invece scarsa applicazione all'estero (è utilizzato principalmente in Giappone). Ciò ha probabilmente comportato una limitata attenzione degli studiosi stranieri per il sistema dualistico orizzontale, in relazione al quale non si riscontrano adeguate espressioni in lingua inglese.

caso, infatti, il consiglio di sorveglianza è solitamente investito di funzioni di indiscutibile rilevanza, che negli altri modelli di corporate governance sono attribuite all'assemblea degli azionisti: è il caso della nomina e della revoca dell'organo amministrativo, della definizione dei compensi riconosciuti ai componenti di quest'ultimo, nonché dell'approvazione del progetto di bilancio. In altri termini, l'organo di sorveglianza – di emanazione assembleare – assume decisioni in relazione alle quali gli azionisti potrebbero incontrare difficoltà ad esprimersi, soprattutto quando essi non intervengono direttamente nella gestione aziendale, non sono interessati a partecipare alle assemblee periodiche o non dispongono delle competenze necessarie per portare a termine processi decisionali ponderati (ad esempio, nel caso dell'approvazione del progetto di bilancio, che richiede anche specifiche conoscenze contabili). In queste circostanze, il modello dualistico verticale incontra sovente giudizi positivi.

Il modello dualistico verticale sembra particolarmente valido anche in altre specifiche situazioni:

- in caso di passaggio generazionale, i soci fondatori possono entrare a far parte del *supervisory board*, lasciando le responsabilità gestionali alla seconda generazione, pur mantenendo di fatto la possibilità di esercitare le attività di controllo e di indirizzo;
- in caso di fusione tra due realtà economiche di pari importanza, è possibile istituire due posizioni istituzionali di rilievo da assegnare ai vertici delle imprese pre-fusione: si tratta cioè delle cariche di presidente degli organi di sorveglianza e di gestione. La recente esperienza italiana nei settori delle banche e delle public utilities pare confermare questa impostazione.

Non mancano però le critiche al sistema dualistico. Tanto nei sistemi che si presentano a sviluppo verticale, quanto in quelli di tipo orizzontale, è stato riscontrato il rischio che l'organo di sorveglianza non eserciti un controllo sufficientemente tempestivo sulla gestione aziendale e sul funzionamento della struttura organizzativa, informativa e dei sistemi di controllo interno. Inoltre, l'effettivo svolgimento delle attività operative potrebbe subire rallentamenti, qualora l'organo amministrativo necessiti della autorizzazione a procedere da parte dell'organo di controllo (situazione frequente nei sistemi dualistici verticali).

Un'ultima considerazione può riferirsi congiuntamente ai modelli dualistici e a quelli monistici e attiene alla selezione dei consiglieri con funzioni, esclusive o prevalenti, di monitoraggio. Al riguardo, è doveroso ricordare che i candidati alla carica di consigliere di sorveglianza o di amministratore non esecutivo sono generalmente proposti all'assemblea degli azionisti dagli amministratori esecutivi uscenti. Ad evidenza, non può essere escluso a priori che i candidati siano persone in qualche misura “gradite” agli *executives*. Tuttavia, è importante tenere presente che la *best practice* sulla corporate governance, adottata ormai in tutti i paesi e recepita spesso anche in sede legislativa, stabilisce che una parte considerevole degli organi istituzionali sia rappresentata da soggetti non esecutivi e che, tra questi, esista un congruo numero di soggetti indipendenti. Nel caso in cui tale raccomandazione non fosse rispettata, gli azionisti di minoranza che – insieme agli stakeholder esterni – sono la categoria più meritevole di tutela nell'ambito delle relazioni di governo, dovrebbero poter acquisire consapevolezza sulle motivazioni tramite la documentazione societaria, al fine di valutare l'opportunità di indirizzare le proprie risorse verso imprese più rispettose delle norme a protezione delle minoranze.

La Tabella 7 indica quali modelli di governance sono contemplati dalla legislazione di alcuni paesi, sottolineando le possibili differenze nei sistemi di governo e di controllo delle società di capitale. Si osservino in particolare le tre realtà nazionali considerate nella presente ricerca: negli Stati Uniti è obbligatorio il modello monistico, in Germania quello dualistico verticale, mentre in Italia è consentita la scelta tra il modello dualistico orizzontale (tradizionale) e gli altri due di più recente introduzione (d.lgs. 6/2003).

Per quanto attiene all'Italia, si sottolinea che il modello dualistico orizzontale continua ad essere quello più utilizzato sia tra le società quotate, sia tra quelle non quotate. Se si considera l'intero panorama italiano¹², soltanto un migliaio di società per azioni ha scelto uno dei modelli alternativi a quello tradizionale:

- l'1,35% presenta il modello monistico; generalmente si tratta di aziende con struttura proprietaria semplice ed orientamento internazionale;
- lo 0,95% utilizza il modello dualistico verticale, privilegiato in presenza di assetti proprietari più complessi.

Tabella 7. I modelli di corporate governance nel mondo

	Modello monistico	Modello dualistico verticale	Modello dualistico orizzontale
Italia	•	•	•
Stati Uniti	•		
Gran Bretagna	•		
Irlanda	•		
Canada	•		
Germania		•	
Austria		•	
Olanda	•		•
Lussemburgo	•	•	
Danimarca		•	
Svezia	•		
Norvegia		•	
Finlandia	•		
Giappone			•
Francia	•	•	
Belgio	•	•	
Spagna	•		
Portogallo	•	•	•
Grecia	•		
Russia	•	•	•

Fonte: Bosetti, 2009.

Concentrando l'attenzione sulle società quotate in borsa, a sei anni dall'entrata in vigore della riforma del diritto societario solo una decina di imprese ha adottato il modello monistico o quello dualistico verticale (Tabella 8), e si è assistito anche a situazioni di successivo ripristino del modello dualistico orizzontale.

¹² Fonte: Infocamere, aprile 2008.

Tabella 8. Modelli di corporate governance adottati dalle aziende italiane quotate in Borsa Italiana¹³

Data	Modello monistico	Modello dualistico verticale	Modello dualistico orizzontale
31.12.2004	1	1	267
31.12.2005	1	2	270
31.12.2006	3	2	279
31.12.2007	4	7	286
31.12.2008	4	7	279
16.11.2009	4	7	269

Elaborazione su dati Consob.

La Tabella 9 evidenzia il modello di corporate governance adottato dalle dieci maggiori imprese italiane per capitalizzazione di borsa, indagate nella presente ricerca.

Tabella 9. Modelli di corporate governance adottati dalle dieci società italiane selezionate

Denominazione	Modello monistico	Modello dualistico verticale	Modello dualistico orizzontale
Eni			•
Enel			•
Unicredit			•
Intesa San Paolo		•	
Generali			•
Telecom Italia			•
Snam Rete Gas			•
Fiat			•
Atlantia			•
Saipem			•

4.2.2.1. L'amministrazione

L'analisi della composizione dell'organo amministrativo evidenzia, per le società indagate nei tre paesi, una diversa incidenza percentuale dei componenti non esecutivi indipendenti sul totale dei membri dell'organo.

In particolare, negli Stati Uniti (Tabella 10) si riscontra la sostanziale assenza di componenti non esecutivi non indipendenti e la conseguente preponderanza degli amministratori indipendenti (in media pari all'83,73% del *board*, a novembre 2009). Tale rilievo, nella fattispecie, discende dalle peculiarità del modello di corporate governance adottato. Come già anticipato nella premessa teorica, infatti, nel modello monistico statunitense il controllo di corporate governance è affidato esclusivamente ad amministratori che, per garantire la tutela degli stakeholder, debbono necessariamente rispondere a stringenti requisiti di indipendenza stabiliti dalle borse valori in conformità alle previsioni della SEC¹⁴.

Per le società italiane (Tabella 11), si assiste al progressivo aumento della percentuale di amministratori indipendenti sul totale (passata da 49,35% alla fine del 2007 all'attuale 52,96%), evidenziando una maggiore attenzione riposta per garantire imparzialità negli organi di amministrazione, in linea con quanto previsto dalla raccomanda-

¹³ Al 16 novembre 2009, le aziende quotate con modello monistico erano: Buongiorno; CHL – Centro HL Distribuzione; Engineering – Ingegneria Informatica; FMR – Art'è – Società Internazionale di Arte e Cultura.

Alla stessa data, il modello dualistico verticale era presente in: A2A; Banco Popolare società cooperativa; Intesa Sanpaolo; Mid Industry Capital; Monti Ascensori; Società Sportiva Lazio; Unione di Banche Italiane sepa.

¹⁴ Si vedano in proposito i regolamenti del New York Stock Exchange (*Listed Company Manual*, Section 303A.01, "Independent Directors") e del Nasdaq (*Equity Rules*, IM-5605, "Definition of Independence" – Rule 5605(a)(2)) vigenti a novembre 2009.

zione europea 2005/162/CE, dalla Legge sul Risparmio (L. 262/2005) e dal codice di autodisciplina di Borsa Italiana.

Con riferimento all'Italia va segnalata anche la presenza di amministratori di minoranza eletti con voto di lista. Si tratta quasi sempre di amministratori indipendenti¹⁵, nominati su proposta di azionisti di minoranza titolari di partecipazioni qualificate¹⁶, secondo le disposizioni previste dalla Consob in attuazione della Legge sul Risparmio¹⁷. Al riguardo, è opportuno sottolineare che la nomina di candidati presentati dalle minoranze si è intensificata nel biennio osservato, in conseguenza dell'applicazione delle modifiche statutarie che hanno introdotto il voto di lista, in passato non contemplato. Attualmente, tuttavia, due società tra le prime dieci del mercato continuano a non avere amministratori di minoranza, in un caso perché non sono state presentate liste alternative a quella dell'azionista di maggioranza (Fiat) e nell'altro caso perché la nuova procedura di nomina sarà adottata al prossimo rinnovo del consiglio di amministrazione (Generali).

Nelle società tedesche (Tabella 12), diversamente, il consiglio di gestione è nominato dal consiglio di sorveglianza ed è composto da amministratori assunti con contratto definito da quest'ultimo o da un suo comitato interno. Ne consegue l'affidamento delle attività amministrative ad un organo costituito da soggetti esecutivi e, quindi, non indipendenti, sottoposti al controllo del consiglio di sorveglianza. Diversamente, il modello dualistico verticale disciplinato dalla normativa italiana prevede, anche per l'organo amministrativo, la nomina di soggetti indipendenti: norma peraltro riflessa nel caso Intesa Sanpaolo.

Tabella 10. L'organo amministrativo nelle aziende italiane: composizione

ITALIA (novembre 2009)	Organo	N° consiglieri	Componenti esecutivi		Componenti non esecutivi non indipendenti		Componenti non esecutivi indipendenti		Componenti eletti dalle minoranze
Eni	CdA	9	1	11,11%	1	11,11%	7	77,78%	3
Enel	CdA	9	2	22,22%	2	22,22%	5	55,56%	2
Unicredit	CdA	23	1	4,35%	4	17,39%	18	78,26%	3
Intesa Sanpaolo	CdG	11	1	9,09%	6	54,55%	4	36,36%	-
Generali	CdA	20	4	20,00%	5	25,00%	11	55,00%	0
Telecom Italia	CdA	15	2	13,33%	8	53,33%	5	33,33%	3
Snam Rete Gas	CdA	9	2	22,22%	2	22,22%	5	55,56%	3
Fiat	CdA	15	3	20,00%	4	26,67%	8	53,33%	0
Atlantia	CdA	15	2	13,33%	7	46,67%	6	40,00%	3
Saipem	CdA	9	3	33,33%	2	22,22%	4	44,44%	3
Media 19.11.2009		13,50	2,10	16,99%	4,10	30,14%	7,30	52,96%	2,22*
Confronto									
Media 31.12.2008		13,40	2,10	16,99%	4,20	30,91%	7,10	52,10%	2
Media 31.12.2007		13,40	2,00	16,19%	4,50	34,46%	6,90	49,35%	(ND)**

* La media a novembre 2009 è calcolata rispetto alle 9 società con CdA.

** La media del 2007 non è significativa a fini comparativi, poiché solo 5 aziende prevedevano già il voto di lista a tutela delle minoranze.

¹⁵ L'analisi ha evidenziato la presenza di un solo amministratore di minoranza non indipendente, in Atlantia. Si tratta di un componente non esecutivo che fa parte del consiglio di amministrazione da svariati anni.

¹⁶ La lista di candidati può essere presentata da azionisti detentori di almeno lo 0,5% del capitale sociale nelle società quotate con capitalizzazione superiore ai 20 miliardi di euro; al diminuire della capitalizzazione, si innalza la percentuale di capitale sociale richiesta da Consob.

¹⁷ Si ricorda che la norma non si applica al consiglio di gestione in presenza di modello dualistico verticale.

Tabella 11. L'organo amministrativo nelle aziende statunitensi: composizione

USA (novembre 2009)	Organo	N° consiglieri	Componenti esecutivi		Componenti non esecutivi non indipendenti		Componenti non esecutivi indipendenti	
Exxon Mobil	CdA	10	1	10,00%	0	0,00%	9	90,00%
Microsoft	CdA	9	2	22,22%	0	0,00%	7	77,78%
Wal Mart Stores	CdA	15	3	20,00%	2	13,33%	10	66,67%
Procter & Gamble	CdA	13	2	15,38%	0	0,00%	11	84,62%
Apple	CdA	7	1	14,29%	0	0,00%	6	85,71%
Johnson & Johnson	CdA	10	1	10,00%	0	0,00%	9	90,00%
General Electric	CdA	16	1	6,25%	2	12,50%	13	81,25%
J.P. Morgan Chase	CdA	11	1	9,09%	0	0,00%	10	90,91%
Ibm	CdA	13	1	7,69%	1	7,69%	11	84,62%
Chevron	CdA	14	1	7,14%	1	7,14%	12	85,71%
Media 19.11.2009		11,80	1,40	12,21%	0,60	4,07%	9,80	83,73%
Confronto								
Media 31.12.2008		12,50	1,40	11,41%	0,70	4,51%	10,40	84,08%
Media 31.12.2007		13,80	1,50	11,26%	0,60	3,94%	11,70	84,80%

Tabella 12. L'organo amministrativo nelle aziende tedesche: composizione

GERMANIA (novembre 2009)	Organo	Componenti esecutivi
Siemens	CdG	8
E.On	CdG	5
Bayer	CdG	4
Deutsche Telekom	CdG	8
Sap	CdG	7
Allianz	CdG	10
Daimler	CdG	6
Basf	CdG	8
Rwe	CdG	6
Deutsche Bank	CdG	4
Media 19.11.2009		6,60
Confronto		
Media 31.12.2008		6,60
Media 31.12.2007		6,90

La scelta del presidente dell'organo amministrativo può ricadere su un componente dotato di spiccate competenze professionali ed approfondita conoscenza del business aziendale, del settore e dei mercati, oppure può privilegiare l'attitudine del soggetto ad esprimere anche giudizi obiettivi e indipendenti, generalmente per effetto dell'estraneità all'esercizio della gestione.

Al riguardo, le imprese italiane e statunitensi oggetto di analisi mostrano una significativa tendenza a nominare un presidente esecutivo (Tabelle 13 e 14).

In sette tra le dieci aziende statunitensi analizzate il *chairman* è anche CEO, mentre negli altri tre casi coincide con l'azionista di maggioranza (Wal Mart Stores¹⁸, Microsoft) o è stato CEO negli anni precedenti (Procter & Gamble).

In Italia, prevale la scelta di nominare un presidente esecutivo ma diverso dall'amministratore delegato e direttore generale. Tra le imprese che utilizzano il modello dualistico orizzontale, solo Eni e Saipem hanno un presidente non esecutivo; Intesa Sanpaolo, che ha adottato il modello dualistico verticale, ha un consiglio di gestione presieduto da un componente indipendente, scelta che offre forti garanzie di correttezza e imparzialità e che, pertanto, contribuisce a qualificare l'immagine aziendale.

La frequente nomina di presidenti esecutivi alla guida di organi amministrativi con una forte presenza di soggetti indipendenti ha suggerito di verificare anche l'esistenza del *lead independent director* o del *presiding director*. Si tratta di un amministratore indipendente investito dai propri pari di compiti di: coordinamento; circolazione delle informazioni in

¹⁸ Si segnala che il consiglio di amministrazione di Wal Mart Stores comprende, oltre al presidente, anche due amministratori non esecutivi appartenenti alla medesima famiglia.

preparazione delle riunioni; convocazione e presidenza delle *executive sessions* riservate ai membri indipendenti; intermediazione nei confronti dell'amministratore delegato; comunicazione con gli azionisti e gli altri stakeholder in caso di inadempienza da parte dei vertici esecutivi. Mentre il *lead independent director* svolge tali funzioni in relazione alla complessiva attività degli amministratori indipendenti, il *presiding director* può variare a seconda delle materie da affrontare: in tal caso, non è raro che i presidenti dei comitati interni si alternino nella posizione di *presiding director*.

L'analisi empirica mostra risultati simili per gli esercizi 2008 e 2007, in relazione ai quali si registra la costante presenza del *lead independent director* o del *presiding director* negli organi amministrativi delle imprese statunitensi, mentre tra le imprese italiane prevale nettamente la scelta di non nominare tale soggetto, ritenuto non necessario. Al riguardo, è opportuno ricordare che il codice di autodisciplina di Borsa Italiana raccomanda la nomina del *lead independent director* quando il presidente del consiglio di amministrazione agisce contemporaneamente come CEO della società, originando maggiori esigenze di tutela delle minoranze e degli altri interlocutori aziendali. Alla luce della raccomandazione, due imprese (Generali e Telecom Italia) hanno nominato rispettivamente il *presiding director* e il *lead independent director*. Pare opportuno osservare, tuttavia, che tale figura dovrebbe trovare spazio in altre cinque aziende, sulla base di una interpretazione più estensiva del codice di autodisciplina e, probabilmente, più corretta dal punto di vista sostanziale: in effetti, l'organo amministrativo di tali società è presieduto da un componente esecutivo, seppur diverso dal CEO.

Tabella 13. Presidente dell'organo amministrativo, lead independent director e presiding director nelle società italiane

ITALIA (31.12.2008)	Organo	Presidente	Lead Independent Director / Presiding Director
Eni	CdA	Non esecutivo non indipendente	Ritenuto non necessario
Enel	CdA	Esecutivo	Ritenuto non necessario
Unicredit	CdA	Esecutivo	Ritenuto non necessario
Intesa Sanpaolo	CdG	Non esecutivo indipendente	-
Generali	CdA	Esecutivo	Presiding Director
Telecom Italia	CdA	Esecutivo	Lead Independent Director
Snam Rete Gas	CdA	Esecutivo	(ND)
Fiat	CdA	Esecutivo	Ritenuto non necessario
Atlantia	CdA	Esecutivo	Ritenuto non necessario
Saipem	CdA	Non esecutivo non indipendente	Ritenuto non necessario
Confronto			1 Lead Independent Director
Situazione 31.12.2007			1 Presiding Director 8 casi di mancata nomina (4 dei quali non espressamente motivati)

Tabella 14. Presidente dell'organo amministrativo, lead independent director e presiding director nelle società statunitensi

USA (31.12.2008)	Organo	Presidente	Lead Independent Director / Presiding Director
Exxon Mobil	CdA	CEO	Presiding Director
Microsoft	CdA	Esecutivo	Lead Independent Director
Wal Mart Stores	CdA	Esecutivo	Presiding Director
Procter & Gamble	CdA	Esecutivo	Presiding Director
Apple	CdA	CEO	Lead Independent Director
Johnson & Johnson	CdA	CEO	Presiding Director
General Electric	CdA	CEO	Presiding Director
J.P. Morgan Chase	CdA	CEO	Presiding Director
Ibm	CdA	CEO	Presiding Director
Chevron	CdA	CEO	Lead Independent Director
Confronto			4 Lead Independent Directors
Situazione 31.12.2007			5 Presiding Directors 1 caso di mancata nomina (non motivata)

Il relazione al grado di partecipazione dei membri dell'organo di amministrazione (Tabelle 15 e 16), l'analisi evidenzia la diversa esaustività delle informazioni divulgate dalle società nei paesi indagati. In particolare, dal confronto, si apprezza il maggior dettaglio fornito dalle società italiane circa il numero di riunioni ed i tassi di partecipazione, peraltro con separazione tra amministratori non esecutivi non indipendenti ed amministratori indipendenti.

Dal punto di vista sostanziale, tuttavia, sebbene si riconosca un ampio tasso medio di partecipazione, rileva osservare che soltanto quattro società italiane hanno indetto riunioni per soli amministratori indipendenti. Tali riunioni, nella *best practice*, sono ritenute opportune per garantire agli amministratori indipendenti momenti di confronto senza la presenza di soggetti esecutivi o, comunque, non indipendenti, così da escludere possibili influenze o ingerenze nelle attività di controllo e di indirizzo proprie dei membri indipendenti. Ciò avviene soprattutto nelle imprese statunitensi, ove gli amministratori non esecutivi e, in particolare, quelli indipendenti sono soliti riunirsi periodicamente in assenza dei componenti esecutivi – secondo i principi di corporate governance fissati dalle borse valori – al fine di discutere particolari materie senza condizionamenti da parte del CEO o di altri dirigenti responsabili dell'attuazione delle strategie e della gestione corrente. Tali riunioni costituiscono pertanto un momento di approfondimento sulle dinamiche aziendali e devono essere seguite da un dibattito costruttivo con gli amministratori esecutivi, focalizzato sulle criticità rilevate dai membri esterni alla gestione aziendale.

Dall'analisi dei documenti pubblicati dalle società statunitensi emerge poi che le informazioni divulgate sono spesso circoscritte alla mera indicazione del superamento o meno della soglia del 75% di partecipazione media; non mancano tuttavia informazioni circa il numero di riunioni dei membri non esecutivi non indipendenti e di quelli indipendenti, quasi sempre in conformità con quanto previsto nelle linee guida di corporate governance delle stesse società.

Tabella 15. L'organo amministrativo nelle aziende italiane: riunioni e partecipazione

ITALIA (31.12.2008)	Organo	N° riunioni	Partecipazione media	Partecipazione media membri non esecutivi	Partecipazione media membri indipendenti	Riunioni di soli membri indipendenti
Eni	CdA	19	98,22%	98,00%	97,71%	(ND)
Enel	CdA	17	94,44%	92,85%	92,00%	1
Unicredit	CdA	14	85,09%	84,41%	81,51%	1
Intesa Sanpaolo	CdG	18	93,18%	92,50%	91,25%	(ND)
Generali	CdA	7	80,70%	75,87%	81,82%	(ND)
Telecom Italia	CdA	10	95,33%	94,61%	100,00%	2
Snam Rete Gas	CdA	8	89,00%	85,86%	90,20%	(ND)
Fiat	CdA	9	87,40%	84,25%	76,37%	(ND)
Atlantia	CdA	12	80,50%	77,25%	63,80%	2
Saipem	CdA	10	83,88%	79,16%	77,50%	(ND)
Media 31.12.2008		12,40	88,77%	86,48%	85,22%	
Confronto						
Media 31.12.2007		13,66	90,93%	89,30%	88,79%	

Tabella 16. L'organo amministrativo nelle aziende statunitensi: riunioni e partecipazione

USA (31.12.2008)	Organo	N° riunioni	Partecipazione media	"Executive sessions" di amm.ori non esecutivi (Ned) o indipendenti:	
				n° riunioni previste (C.G. Guidelines)	n° riunioni effettive
Exxon Mobil	CdA	10	96%	Ned: ad ogni riunione CdA	Ned: 4
Microsoft	CdA	9	almeno 75%	Ind.: almeno 4	Ind.: 4
Wal Mart Stores	CdA	7	almeno 75%	Ned: almeno 4 (+ 1 solo Ind.)	Ned e Ind.: riunioni regolari
Procter & Gamble	CdA	7	95%	Ned: riunioni regolari + "semi-executive sessions"	• Ned: 6 • Ned + CEO: 5
Apple	CdA	5	almeno 75%	Ind.: almeno 4	(ND)
Johnson & Johnson	CdA	9	almeno 75%	Ned: almeno 4	Ind.: 7
General Electric	CdA	22	almeno 75%	Ned: almeno 3	Ned: 3
J.P. Morgan Chase	CdA	18	almeno 75%	Ned: ad ogni riunione CdA	(ND)
Ibm	CdA	10	90%	Ind.: 1	Ned: 2
Chevron	CdA	8	85%	• Ned: ad ogni riunione CdA • Ind.: 1	Ind.: 8
Media 31.12.2008		10,50			
Confronto					
Media 31.12.2007		9			

Infine, si è rilevata l'assenza, per le società tedesche, di informazioni attinenti al grado di partecipazione dei membri del consiglio di gestione. Tali carenze informative, tuttavia, possono essere giustificate per la presenza di un organo amministrativo composto da soli membri esecutivi, per i quali non dovrebbero mancare periodiche occasioni di incontro, essendo gli stessi sistematicamente coinvolti nelle attività d'impresa.

4.2.2.2. Il controllo di corporate governance

Nelle società italiane indagate, escludendo il caso di Intesa Sanpaolo che ha adottato il modello dualistico verticale, il controllo sulla governance è affidato al collegio sindacale.

Nello specifico contesto analizzato, quattro società hanno costituito il collegio sindacale con cinque sindaci effettivi, mentre nelle altre esso è composto da tre membri. In soli due casi, inoltre, rileva la nomina di più di due sindaci supplenti.

La normativa italiana impone che la nomina di alcuni membri del collegio sindacale, tra cui il presidente, sia espressione della minoranza¹⁹. L'analisi empirica evidenzia, in tal senso, una rappresentanza media pari a circa il 39% e, in tutti i casi, la nomina del presidente da parte della minoranza (Tabella 17).

Negli Stati Uniti, come già precedentemente evidenziato, risulta assente un distinto organo collegiale di controllo della governance, essendo le attività di controllo direttamente attribuite agli amministratori indipendenti.

Dal confronto tra il modello monistico statunitense ed il modello dualistico orizzontale italiano emerge il ruolo del collegio sindacale come organo autonomo ed indipendente di controllo, con propri poteri, funzioni e responsabilità. Si deve infatti rilevare che nel modello monistico statunitense, gli amministratori indipendenti deputati al controllo partecipano anche alla valutazione dei piani e sono pertanto direttamente coinvolti nelle scelte imprenditoriali. Diversamente, il collegio sindacale, quale organo a sé stante, nominato dall'assemblea e composto da membri indipendenti, compie attività di ispezione e controllo in piena autonomia, verbalizzando gli eventuali riscontri in propri verbali redatti al termine di distinte riunioni. Inoltre, il collegio sindacale, pur partecipando come organo di controllo alle riunioni del consiglio di amministrazione, incide

¹⁹ La norma è stata introdotta dalla Legge sul Risparmio (L. 262/2005).

sulle scelte amministrative esclusivamente per effetto delle attività di controllo a cui è specificamente deputato dalla normativa.

Può così giustificarsi il divario registrato per il minor numero di amministratori indipendenti nominati nelle società italiane, in parte compensato dalla presenza del collegio sindacale.

Tabella 17. L'organo di controllo nelle aziende italiane: composizione

ITALIA (novembre 2009)	Organo	N° (compresi i supplenti)		Nominati dalle minoranze	
Eni	Coll. Sind.	7 (5+2)	2	28,57%	Presidente 1 sindaco supplente
Enel	Coll. Sind.	5 (3+2)	2	40,00%	Presidente 1 sindaco supplente
Unicredit	Coll. Sind.	7 (5+2)	3	42,86%	Presidente 1 sindaco effettivo 1 sindaco supplente
Intesa Sanpaolo	CdS	19	1	5,26%	1 consigliere di sorveglianza
Generali	Coll. Sind.	5 (3+2)	2	40,00%	Presidente 1 sindaco supplente
Telecom Italia	Coll. Sind.	9 (5+4)	4	44,44%	Presidente 1 sindaco effettivo 2 sindaci supplenti
Snam Rete Gas	Coll. Sind.	5 (3+2)	2	40,00%	Presidente 1 sindaco supplente
Fiat	Coll. Sind.	6 (3+3)	2	33,33%	Presidente 1 sindaco supplente
Atlantia	Coll. Sind.	7 (5+2)	3	42,86%	Presidente 1 sindaco effettivo 1 sindaco supplente
Saipem	Coll. Sind.	5 (3+2)	2	40,00%	Presidente 1 sindaco supplente
Media (relativa alle imprese con collegio sindacale)		6,22	2,22	38,67%	
Confronto					
Media 31.12.2008 (relativa alle imprese con collegio sindacale)		5,78	2,11	36,35%	
Media 31.12.2007 (relativa alle imprese con collegio sindacale)		6,25	2,25	35,00%	

Anche con riferimento ai modelli monistici, il confronto teorico tra quello statunitense e quello italiano evidenzia alcune significative differenze, in particolare riconducibili alla previsione, nel nostro sistema, di un distinto organo deputato al controllo (comitato per il controllo sulla gestione), sebbene costituito all'interno del medesimo consiglio di amministrazione.

Tra i pregi del modello monistico vi è senz'altro il riconoscimento di una più agevole interazione tra i soggetti preposti all'amministrazione e quelli deputati al controllo, comportando maggiore semplicità e flessibilità. In Italia, il modello monistico prevede infatti che la gestione dell'impresa sia affidata al consiglio di amministrazione, in seno al quale è costituito un comitato per il controllo sulla gestione, con funzioni tipiche del collegio sindacale e composto da amministratori in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità. La struttura ed i meccanismi posti a fondamento del sistema tendono pertanto a privilegiare la circolazione delle informazioni tra l'organo amministrativo e quello di controllo, con risparmi di tempo e di costo. Per contro, l'attribuzione ad un unico organismo delle funzioni amministrative e di controllo: da un lato, può agevolare la più immediata ed approfondita conoscenza delle politiche di gestione adottate o programmate, rendendo maggiormente tempestive le attività di controllo e gli eventuali interventi correttivi o di denuncia; dall'altro lato, potrebbe pregiudicare l'indipendenza effettiva dell'azione di controllo, posto che è l'organo controllato a nominare il controllore (Astori, 2009).

Prescindendo comunque dai legittimi quesiti circa l'opportunità che i componenti l'organo di controllo possano essere nominati dall'organo amministrativo – anche per effetto della facoltà di derogare, con statuto, attribuendo il potere di nomina all'assemblea – non possono nascondersi le perplessità conseguenti alla relazione di mandato che si instaura tra i membri dell'organo amministrativo ed i componenti di quello di controllo.

Le caratteristiche proprie del modello monistico, peraltro, parrebbero ritenerlo appropriato in contesti aziendali di piccole-medie dimensioni, ove maggiori sono le esigenze di semplicità e gli effetti connessi al risparmio di costi. Da ciò può forse derivare la scarsa applicazione del modello monistico tra le società quotate italiane. Limitate adozioni sono infatti riconducibili a società di piccole e medie dimensioni che non hanno accesso al mercato dei capitali di rischio²⁰.

Oltre i confini italiani, diversamente, il modello monistico ha trovato particolare sviluppo in società quotate di medio-grandi dimensioni con sede in contesti economici sviluppati, come gli Stati Uniti.

Alla luce delle considerazioni precedentemente formulate ci si interroga pertanto sulla validità del modello in contesti aziendali complessi ove, dato anche il rilievo degli interessi coinvolti e da tutelare, si ritiene opportuno lo sviluppo di controlli maggiormente strutturati e fondati su presupposti di indipendenza e di trasparenza.

L'analisi empirica evidenzia inoltre una carenza informativa per le società di matrice renana (Tabella 18), per cinque delle quali sono risultate assenti le informazioni relative al numero di consiglieri indipendenti. Altre tre imprese affermano di avere un numero sufficiente o adeguato di consiglieri indipendenti, in linea con la *best practice*, ma non entrano nel dettaglio.

Ciononostante, si apprezza, del modello dualistico verticale adottato in Germania, il riconoscimento del ruolo attribuito alle due categorie di conferenti risorse primarie (capitale e lavoro) partecipanti al soggetto economico. Diversamente dal modello italiano, infatti, il modello dualistico verticale tedesco prevede la nomina di alcuni consiglieri di sorveglianza da parte dei dipendenti, garantendone rappresentatività paritaria²¹ nell'organo principale deputato al controllo ed all'indirizzo dell'organo amministrativo.

²⁰ Si riveda in proposito la Tabella 8.

²¹ La corporate governance delle imprese tedesche è regolata, oltre che dal diritto societario, anche dalle leggi sulla codeterminazione, che fissano le norme per l'elezione del consiglio di sorveglianza riconoscendo un ruolo istituzionale all'organismo personale. Infatti:

- nelle imprese minerarie ed estrattive del carbone, del ferro e dell'acciaio con almeno 1.000 dipendenti, i lavoratori eleggono il 50% dell'organo di controllo, in base alla legge sulla codeterminazione del 1951;
 - nelle imprese di altri settori che contano più di 500 ma meno di 2.000 dipendenti, i lavoratori hanno diritto a nominare un terzo del consiglio di sorveglianza, come definito dalla legge sulla codeterminazione del 1952; nelle imprese i cui dipendenti sono più di 2.000, la loro rappresentanza nell'organo di controllo sale ad un mezzo, in virtù della legge sulla codeterminazione del 1976;
 - gli altri componenti del consiglio di sorveglianza sono nominati dall'assemblea dei soci.
- Nello specifico, la legge del 1976 diretta a regolare le imprese con oltre 2.000 dipendenti e appartenenti a settori diversi da quello estrattivo-minerario, prevede in base alla numerosità dell'organismo personale che:
- a) nelle imprese che contano fino a 10.000 dipendenti, il consiglio di sorveglianza sia composto da 12 membri (6 eletti dai lavoratori e 6 eletti dall'assemblea);
 - b) nelle imprese che impiegano da 10.000 a 20.000 dipendenti, il consiglio di sorveglianza abbia 16 membri (8 più 8);

Tabella 18. L'organo di controllo nelle aziende tedesche: composizione

GERMANIA (novembre 2009)	Consiglieri eletti in rappresentanza degli azionisti e dei lavoratori	Consiglieri indipendenti
Siemens	10 + 10	tutti e 10 i rappresentanti degli azionisti
E.On	10 + 10	-
Bayer	10 + 10	-
Deutsche Telekom	10 + 10	"numero sufficiente/adequato"
Sap	8 + 8	"numero sufficiente/adequato"
Allianz	6 + 6	-
Daimler	10 + 10	oltre la metà dei rappresentanti degli azionisti
Basf	6 + 6	-
Rwe	10 + 10	-
Deutsche Bank	10 + 10	"numero sufficiente/adequato"

Per contro, pur essendo anche il tessuto imprenditoriale tedesco caratterizzato da numerose società di piccole e medie dimensioni, con coincidenza tra proprietà e management, non si è riscontrata particolare attenzione alla tutela delle minoranze azionarie, diversamente da quanto previsto, con disposizioni normative, nel contesto italiano.

Il confronto tra il modello tedesco e quelli italiani pare pertanto enfatizzare la maggior attenzione riposta dal primo sulla tutela degli interessi sia degli azionisti, sia dei dipendenti (modello *relationship-based*); nel contesto normativo italiano, diversamente, rileva un approccio maggiormente orientato agli shareholder, garante anche degli interessi della minoranza.

Infine, si osserva l'assente o approssimativa informazione fornita dalle società tedesche in relazione al numero di consiglieri indipendenti.

In Italia, in relazione all'attività dell'organo di controllo si osserva, contro le aspettative originate dalla gravità della crisi, la lieve contrazione del numero di riunioni nel 2008, mentre risulta accresciuto il grado di partecipazione alle stesse (Tabella 19).

Tabella 19. L'organo di controllo nelle aziende italiane: riunioni

ITALIA (31.12.2008)	Organo	N° riunioni	Partecipazione media
Eni	Collegio sindacale	22	98,40%
Enel	Collegio sindacale	21	95,00%
Unicredit	Collegio sindacale	21	91,43%
Intesa Sanpaolo	Consiglio di sorveglianza	12	95,73%
Generali	Collegio sindacale	21	100,00%
Telecom Italia	Collegio sindacale	(ND)	91,20%
Snam Rete Gas	Collegio sindacale	9	96,00%
Fiat	Collegio sindacale	8	100,00%
Atlantia	Collegio sindacale	11	87,40%
Saipem	Collegio sindacale	13	96,66%
Media 31.12.2008 (relativa alle imprese con collegio sindacale)		15,75	95,12%
Confronto Media 31.12.2007 (relativa alle imprese con collegio sindacale)*		17,50	93,27%

* Nel 2007 le imprese con collegio sindacale erano 8 (le rimanenti 2 avevano il consiglio di sorveglianza).

L'analisi della documentazione pubblicata dalle società tedesche evidenzia un minor numero di riunioni e, in particolare, la carenza informativa circa i tassi di partecipazione (Tabella 20). Tali informazioni si reputano invece utili per la corretta rendicontazione delle attività svolte dall'organo di controllo, su mandato degli azionisti e dei lavoratori, per la tutela di tutti gli stakeholder.

c) nelle imprese con oltre 20.000 dipendenti, il consiglio di sorveglianza comprenda 20 membri (10 più 10).

Tabella 20. L'organo di controllo nelle aziende tedesche: riunioni e partecipazione

GERMANIA (31.12.2008)	Organo	N° riunioni
Siemens	Consiglio di sorveglianza	7
E.On Ag	Consiglio di sorveglianza	(ND)
Bayer	Consiglio di sorveglianza	4
Deutsche Telekom	Consiglio di sorveglianza	11
Sap Ag	Consiglio di sorveglianza	6
Allianz	Consiglio di sorveglianza	5
Daimler	Consiglio di sorveglianza	7
Basf	Consiglio di sorveglianza	6
Rwe	Consiglio di sorveglianza	6
Deutsche Bank	Consiglio di sorveglianza	7
Media 31.12.2008		6,55

Non è possibile effettuare il confronto con il 2007, data la grave o assoluta mancanza di informazioni in relazione alle variabili indagate.

4.2.2.3. I comitati interni agli organi di corporate governance

La complessità delle funzioni attribuite agli organi di corporate governance, la numerosità e la vastità delle decisioni che questi sono chiamati ad assumere e l'esigenza di esprimere valutazioni libere da conflitti di interesse hanno comportato la previsione – in sede legislativa o autodisciplinare – di comitati specializzati da istituire all'interno degli organi di indirizzo o supervisione strategica delle imprese quotate (Gennari, 2009).

Il consiglio di amministrazione (in presenza di un sistema monistico o dualistico orizzontale) e il consiglio di sorveglianza (in caso di sistema dualistico verticale) sono tenuti, infatti, a ricercare le modalità operative più efficaci ed efficienti per lo svolgimento dei propri compiti, seppur con il vincolo di non sacrificare il dibattito e la collegialità delle deliberazioni. In tal senso, gli organi di indirizzo o supervisione strategica possono, o devono, attribuire poteri consultivi, propositivi o di verifica ad un ristretto numero di componenti sia sulla base delle competenze specialistiche e professionali richieste dalle differenti materie, sia per assicurare a tutti gli stakeholder che determinati giudizi non risultino influenzati da interessi di parte.

I comitati interni non si sostituiscono, tuttavia, all'organo che li istituisce: quest'ultimo mantiene la piena responsabilità per le decisioni prese in seguito alla discussione delle valutazioni, delle proposte e dei pareri che i comitati esprimono su esplicita richiesta dell'intero organo (funzione consultiva) o di propria iniziativa (funzione propositiva), in forma non vincolante. Inoltre, l'organo di indirizzo o supervisione strategica affida generalmente, ad uno o più comitati interni, compiti di verifica e di revisione delle strutture, dei processi e delle informazioni rilevanti per il corretto esercizio della corporate governance e per la tutela delle attese confluenti nell'impresa (funzioni di verifica e vigilanza, sia preventive che consuntive).

La legge e l'autodisciplina si concentrano, in particolare, su tre comitati, anche se con enfasi differente a seconda delle caratteristiche dei sistemi di governance e delle modalità di esercizio del controllo:

- il comitato per il controllo interno, o comitato audit;
- il comitato per le remunerazioni;
- il comitato per le nomine, talvolta investito anche di funzioni di indirizzo e di verifica sull'adeguatezza della corporate governance;

Soprattutto in tema di remunerazioni e di controllo interno, l'azione dei comitati può risultare concretamente efficace soltanto in presenza di un adeguato numero di componenti non esecutivi e indipendenti, caratterizzati cioè da una comprovata autonomia di

giudizio rispetto alla gestione attuale o passata dell'azienda ed all'assetto proprietario di quest'ultima.

La crisi economica porta a riflettere in termini più approfonditi sul ruolo e sulla struttura dei comitati interni agli organi di indirizzo o supervisione strategica. In effetti, la crisi ha messo in evidenza gravi carenze nei sistemi di controllo, facendo sorgere leciti dubbi sulla efficacia e sulla validità degli interventi realizzati anche dal comitato audit. Inoltre, la crisi ha fatto emergere situazioni in cui il management si è sostanzialmente arricchito a discapito della società, degli azionisti e degli altri stakeholder in momenti problematici, avvalendosi di sistemi di remunerazione poco equi in relazione ai quali il comitato per le remunerazioni avrebbe dovuto segnalare le criticità.

Il comitato audit

Le disposizioni legislative e autodisciplinari attribuiscono al comitato audit una funzione di supporto all'organo di indirizzo o supervisione strategica in merito alle decisioni e alle valutazioni che riguardano il sistema di controllo o che esigono indipendenza di giudizio. Anche se con diverse sfumature nei tre paesi oggetto della presente ricerca, il comitato audit:

- assiste l'organo di indirizzo o supervisione strategica in fase di progettazione, realizzazione e indirizzo del sistema di controllo interno, fornendo pareri in merito alla individuazione, alla gestione e al monitoraggio dei rischi a cui è soggetta l'attività aziendale;
- valuta periodicamente l'adeguatezza, l'efficacia e l'efficienza del sistema di controllo interno e di risk management, riferendo all'organo di indirizzo o supervisione strategica;
- valuta le proposte presentate dalle società di revisione per ottenere l'affidamento dell'incarico e, successivamente alla nomina, ne riceve e analizza il piano di lavoro e la lettera contenente i risultati degli accertamenti e i connessi suggerimenti; inoltre, fornisce pareri in merito alla remunerazione della società di revisione stessa;
- valuta la corretta applicazione dei principi contabili (anche in relazione al gruppo), insieme alla società di revisione e al *chief financial officer* (CFO)²²;
- vigila sull'efficacia del processo di revisione contabile;
- valuta il piano di lavoro e le relazioni periodiche dell'*internal auditor*²³;
- formula valutazioni e pareri sulle operazioni con parti correlate.

Per assolvere efficacemente i compiti che gli sono attribuiti, è importante che il comitato audit sia composto da soggetti che:

- a) possiedono competenze specialistiche in tema di contabilità, controllo e comunicazione economico-finanziaria, qualificandosi come *financial experts*;
- b) non svolgono funzioni direttive all'interno dell'azienda: in caso contrario, il comitato rischierebbe di dover rivedere e valutare comportamenti e azioni realizzati dai propri membri, con serie implicazioni sull'autonomia di giudizio;

²² Si ricorda che, in Italia, le funzioni di *chief financial officer* sono svolte, nelle società quotate, dal dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, nominato alla luce del d.lgs. 262/2005 (Legge sul Risparmio).

²³ Nelle società italiane quotate, l'*internal auditor* può essere formalmente nominato preposto al controllo interno, secondo le disposizioni del codice di autodisciplina di Borsa Italiana.

c) presentano requisiti di indipendenza idonei ad escludere qualsiasi forma di conflitto di interesse in sede di valutazione del sistema di controllo interno e delle comunicazioni agli stakeholder.

L'analisi empirica evidenzia scelte differenti da parte delle imprese statunitensi, italiane e tedesche, soprattutto in relazione alla composizione del comitato. Al riguardo, è necessario tuttavia sottolineare che i tre paesi presentano sostanziali differenze a livello legislativo e regolamentare, tali per cui il comitato audit risulta obbligatorio negli Stati Uniti, ma solo raccomandato in Italia (salvo precise eccezioni²⁴) e in Germania: in tali paesi, tuttavia, la mancata istituzione del comitato audit deve essere adeguatamente motivata secondo il principio *comply or explain*.

Inoltre, per quanto attiene ai componenti:

- negli Stati Uniti, devono essere almeno tre, tutti indipendenti, ed almeno uno deve qualificarsi come *financial expert*;
- in Italia, devono essere almeno tre, tutti non esecutivi e in maggioranza indipendenti; è però richiesta la totalità di membri indipendenti qualora l'impresa sia controllata da un'altra società quotata. Inoltre, almeno un membro deve essere esperto in materie contabili e finanziarie;
- in Germania, non sono fissati vincoli sul numero minimo di componenti e sul requisito di indipendenza; il codice di autodisciplina prevede soltanto che il presidente del comitato audit non presieda anche il consiglio di sorveglianza e che non sia stato in passato consigliere di gestione o revisore esterno della società.

Osservando i risultati dell'indagine sulle trenta imprese quotate (Tabelle 21, 22 e 23), si rileva in primo luogo la sistematica presenza del comitato audit anche nei due paesi dove la sua istituzione non è obbligatoria. Negli Stati Uniti e in Italia trovano piena applicazione le norme relative alla composizione: la totalità dei membri è indipendente nelle imprese statunitensi, così come lo è la vasta maggioranza in Italia (90,24%), anche se rispetto al 2007 si è assistito ad una leggera riduzione. La dimensione media dei comitati è molto simile nei due paesi e mediamente poco al di sotto di quattro unità. È sempre presente almeno un esperto contabile, che nelle dieci imprese statunitensi è anche presidente del comitato.

In relazione alle imprese tedesche, l'analisi dell'informativa esterna ha consentito di raccogliere elementi in relazione alla numerosità dei componenti e alla presenza paritaria dei rappresentanti degli azionisti (tra i quali è sempre scelto il presidente del comitato) e dei lavoratori; in sei casi, in particolare, fanno parte del comitato anche il presidente e il vicepresidente del consiglio di sorveglianza, nominati rispettivamente dagli azionisti e dai lavoratori.

²⁴ In Italia, l'esistenza del comitato per il controllo interno è un requisito obbligatorio per il mantenimento della quotazione nel segmento STAR di Borsa Italiana. Si osserva, tuttavia, che nessuna tra le imprese considerate in questa ricerca appartiene a tale segmento, collocandosi invece nel segmento Blue Chip in virtù della capitalizzazione superiore a un miliardo di euro.

Tabella 21. Il comitato audit nelle aziende italiane: composizione

ITALIA (novembre 2009)	Organo in cui è istituito il comitato	Componenti	Componenti esecutivi		Componenti non esecutivi non indipendenti		Componenti non esecutivi indipendenti	
Eni	CdA	4	0	0,00%	0	0,00%	4	100,00%
Enel	CdA	4	0	0,00%	1	25,00%	3	75,00%
Unicredit	CdA	7	0	0,00%	1	14,29%	6	85,71%
Intesa Sanpaolo	CdS	5	0	0,00%	0	0,00%	5	100,00%
Generali	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
Telecom Italia	CdA	4	0	0,00%	1	25,00%	3	75,00%
Snam Rete Gas	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
Fiat	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
Atlantia	CdA	3	0	0,00%	1	33,33%	2	66,67%
Saipem	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
Media 19.11.2009	10 aziende con comitato	3,90	0	0,00%	0,40	9,76%	3,50	90,24%
Confronto								
Media 31.12.2008	10 aziende con comitato	3,70	0	0,00%	0,40	10,33%	3,30	89,67%
Media 31.12.2007	10 aziende con comitato	3,80	0	0,00%	0,30	6,67%	3,50	93,33%

Tabella 22. Il comitato audit nelle aziende statunitensi: composizione

USA (novembre 2009)	Organo in cui è istituito il comitato	Componenti	Componenti esecutivi		Componenti non esecutivi non indipendenti		Componenti non esecutivi indipendenti	
Exxon Mobil	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
Microsoft	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
Wal Mart Stores	CdA	4	0	0,00%	0	0,00%	4	100,00%
Procter & Gamble	CdA	5	0	0,00%	0	0,00%	5	100,00%
Apple	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
Johnson & Johnson	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
General Electric	CdA	6	0	0,00%	0	0,00%	6	100,00%
J.P. Morgan Chase	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
Ibm	CdA	4	0	0,00%	0	0,00%	4	100,00%
Chevron	CdA	4	0	0,00%	0	0,00%	4	100,00%
Media 19.11.2009	10 aziende con comitato	3,80	0	0,00%	0	0,00%	3,80	100,00%
Confronto								
Media 31.12.2008	10 aziende con comitato	3,80	0	0,00%	0	0,00%	3,80	100,00%
Media 31.12.2007	10 aziende con comitato	4,10	0	0,00%	0	0,00%	4,10	100,00%

Tabella 23. Il comitato audit nelle aziende tedesche: composizione

GERMANIA (novembre 2009)	Organo in cui è istituito il comitato	Componenti	In rappresentanza degli azionisti		In rappresentanza dei lavoratori	
Siemens	CdS	6	3	50,00%	3	50,00%
E.On	CdS	4	2	50,00%	2	50,00%
Bayer	CdS	6	3	50,00%	3	50,00%
Deutsche Telekom	CdS	6	3	50,00%	3	50,00%
Sap	CdS	4	2	50,00%	2	50,00%
Allianz	CdS	5	3	60,00%	2	40,00%
Daimler	CdS	4	2	50,00%	2	50,00%
Basf	CdS	4	2	50,00%	2	50,00%
Rwe	CdS	6	3	50,00%	3	50,00%
Deutsche Bank	CdS	6	3	50,00%	3	50,00%
Media 19.11.2009	10 aziende con comitato	5,10	2,60	51,00%	2,50	49,00%
Confronto						
Media 31.12.2008	10 aziende con comitato	5,10	2,60	51,00%	2,50	49,00%
Media 31.12.2007	10 aziende con comitato	5,12*	2,75*	53,33%*	2,37*	46,67%*

* I valori medi per l'anno 2007 sono calcolati rispetto a 8 delle 10 società, poiché le informazioni pubblicate da 2 imprese non consentono di stabilire con sicurezza il numero di rappresentanti degli azionisti e dei lavoratori nel comitato audit.

È interessante osservare che in un solo caso (Allianz) i rappresentanti degli azionisti nel comitato con funzioni di controllo prevalgono numericamente sui rappresentanti dei prestatori di lavoro (tre contro due). Non è possibile, invece, esprimere considerazioni sull'indipendenza dell'organo, a causa della mancanza di informazioni in merito: soltanto

due imprese, infatti, segnalano la presenza di membri indipendenti. In otto casi su dieci si è invece riscontrata la qualità di esperto contabile per il presidente del comitato.

Le Tabelle 24 e 25 evidenziano la numerosità delle riunioni del comitato audit in Italia e negli Stati Uniti: gli incontri risultano piuttosto frequenti (mediamente 14,30 e 10,10 nel 2008), situazione che porta a ritenere che il comitato non si riunisca solamente in vista della pubblicazione dei risultati trimestrali, semestrali o annuali. Rispetto al 2007, le relazioni di governance redatte dalle società italiane sull'esercizio 2008 fanno registrare un aumento medio delle riunioni pari a quasi due all'anno, mentre la media statunitense si riduce di oltre una.

La Tabella 26 mostra invece, per le imprese tedesche, un numero medio di riunioni decisamente più basso (5,11 nel 2008, con una società che peraltro non offre l'informazione).

La percentuale di partecipazione alle riunioni del comitato audit è fornita con precisione soltanto dalle dieci società italiane, in relazione alle quali sfiora il 96%, con un leggero miglioramento dal 2007 al 2008.

Da ultimo, pare opportuno sottolineare che tutte le aziende analizzate segnalano l'interazione tra il comitato audit e la società di revisione, secondo le previsioni in materia; tutte le società, ad eccezione di una statunitense e di due tedesche, evidenziano altresì i rapporti con l'internal auditor, mentre la relazione tra il comitato e il CFO è richiamata soltanto dalle dieci imprese italiane e da due tedesche.

Tabella 24. Il comitato audit nelle aziende italiane: riunioni e partecipazione

ITALIA (31.12.2008)	N° riunioni	Partecipazione media	Partecipazione media membri indipendenti
Eni	18	92,00%	92,00%
Enel	10	100,00%	100,00%
Unicredit	14	100,00%	100,00%
Intesa Sanpaolo	50	96,60%	96,60%
Generali	8	100,00%	100,00%
Telecom Italia	8	87,50%	83,33%
Snam Rete Gas	8	100,00%	100,00%
Fiat	7	95,33%	95,33%
Atlantia	10	96,66%	95,00%
Salpem	10	90,00%	90,00%
Media 31.12.2008	14,30	95,81%	95,23%
Confronto			
Media 31.12.2007	12,56	93,96%	94,13%

Tabella 25. Il comitato audit nelle aziende statunitensi: riunioni

USA (31.12.2008)	N° riunioni
Exxon Mobil	11
Microsoft	9
Wal Mart Stores	9
Procter & Gamble	9
Apple	11
Johnson & Johnson	8
General Electric	17
J.P. Morgan Chase	12
Ibm	5
Chevron	10
Media 31.12.2008	10,10
Confronto	
Media 31.12.2007	11,40

Tabella 26. Il comitato audit nelle aziende tedesche: riunioni

GERMANIA (31.12.2008)	N° riunioni
Siemens	7
E.On	(ND)
Bayer	4
Deutsche Telekom	5
Sap	5
Allianz	5
Daimler	6
Basf	4
Rwe	4
Deutsche Bank	6
Media 31.12.2008	5,11*
Confronto	
Media 31.12.2007	(ND)**

* La media del 2008 è calcolata rispetto alle 9 società che forniscono l'informazione.

** Poiché solo 4 società su 10 forniscono l'informazione per l'anno 2007, il calcolo della media non è significativo ed è volontariamente omissivo.

Il comitato per le remunerazioni

La determinazione dei compensi per i componenti degli organi di corporate governance è un elemento critico sotto due profili: da un lato, il sistema dei compensi deve essere in grado di attrarre risorse umane di elevata professionalità; dall'altro lato, esso deve impedire l'eccessivo o lo scorretto trasferimento di risorse finanziarie ai soggetti che gestiscono l'impresa. Questi obiettivi possono essere perseguiti mediante un sistema di remunerazione in cui ad un compenso fisso – collegato alle responsabilità istituzionali del singolo e al ruolo da questi rivestito in azienda – si possa aggiungere una quota variabile, assegnata al raggiungimento di predefinite performance individuali o aziendali.

Il tema delle remunerazioni dei vertici aziendali risulta pertanto estremamente delicato, tanto da suggerire l'istituzione di un apposito comitato in seno all'organo di corporate governance con funzioni di indirizzo o supervisione strategica. In particolare, al comitato per le remunerazioni sono attribuiti due incarichi principali.

In primo luogo, esso supervisiona il complessivo sistema di remunerazione dell'azienda. In tale ambito, il comitato per le remunerazioni si concentra prevalentemente sulla parte variabile dei compensi, identificando, progettando e valutando gli strumenti incentivanti (ad esempio, i piani di stock grant e di stock option, la partecipazione agli utili aziendali, ecc.) più idonei a motivare gli amministratori esecutivi, il CEO e gli altri dirigenti con responsabilità strategiche²⁵. Tali strumenti devono essere selezionati tenendo conto altresì della loro attitudine ad indirizzare l'operato dei vertici esecutivi, al fine di allineare gli interessi di questi ultimi a quelli degli azionisti e degli altri stakeholder.

In altri termini, al comitato per le remunerazioni spetta il compito di esprimere proposte, pareri e valutazioni sul sistema dei compensi per i vertici aziendali, inteso come uno strumento in grado di orientare e favorire lo sviluppo dell'attività d'impresa nel breve e, soprattutto, nel lungo periodo e di prevenire la formazione di conflitti di interesse tra il management e i conferenti di capitale.

In secondo luogo, il comitato è responsabile della predisposizione di informazioni chiare e comprensibili sulla struttura e sui livelli di remunerazione di amministratori e manager, da sottoporre all'approvazione degli azionisti e da divulgare a beneficio di tutti gli interlocutori aziendali.

Ad evidenza, le funzioni del comitato per le remunerazioni possono essere svolte con la massima efficacia soltanto se i soggetti che ne fanno parte non assumono un ruolo attivo nella direzione d'impresa e se presentano i requisiti di indipendenza dalla società, dai vertici esecutivi e dagli azionisti di maggioranza.

Con riferimento ai tre paesi considerati nella presente ricerca, il comitato per le remunerazioni risulta obbligatorio solamente per le imprese quotate al New York Stock Exchange, in forza del regolamento di borsa²⁶. Negli altri casi l'istituzione è, tuttavia, raccomandata in sede autodisciplinare²⁷.

²⁵ Più precisamente, il comitato formula proposte sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e valuta i criteri suggeriti dall'amministratore delegato per la determinazione dei compensi agli alti dirigenti.

²⁶ Le *listing rules* del Nasdaq, invece, prevedono esclusivamente l'adozione di specifici criteri di remunerazione da parte delle imprese quotate.

È interessante ricordare anche il caso di Borsa Italiana che, nel regolamento STAR, richiede l'istituzione del comitato per le remunerazioni.

²⁷ Si osservi che, in Germania, la mancata istituzione del comitato per le remunerazioni non richiede alcuna motivazione della scelta, diversamente da quanto previsto per il comitato audit.

Per quanto attiene alla composizione, come per il comitato audit sono richiesti almeno tre consiglieri indipendenti nel caso delle aziende statunitensi e almeno tre componenti non esecutivi, in maggioranza indipendenti, nel caso di quelle italiane. Non esistono indicazioni, invece, indirizzate alle imprese tedesche.

Dall'analisi empirica emerge la sostanziale aderenza delle società statunitensi ed italiane alle norme o alle raccomandazioni cui sono soggette: tutte le società hanno istituito il comitato per le remunerazioni, rispettando altresì i requisiti di non esecutività e indipendenza dei componenti (Tabelle 27 e 28).

Vale la pena di osservare che, dal 2007 al 2009, i comitati per le remunerazioni delle prime dieci aziende italiane per capitalizzazione hanno rafforzato la propria indipendenza: la percentuale di componenti indipendenti sul totale è cresciuta, infatti, dal 70% al 76,48%. Inoltre, solo in un caso il presidente del comitato non è indipendente (Unicredit). I componenti non indipendenti rappresentano generalmente l'azionista di maggioranza.

Si segnala altresì che, nel biennio osservato, un'azienda statunitense (Wal Mart Stores) ha radicalmente modificato la struttura del proprio comitato per le remunerazioni, che nel 2007 era composto esclusivamente da due amministratori esecutivi mentre oggi vede la presenza di tre componenti, tutti indipendenti.

Anche in Germania si osserva un miglioramento complessivo in relazione al comitato per le remunerazioni, che attualmente è presente in sei delle aziende considerate, due in più rispetto al 2007 (Tabella 29). Come per il comitato audit, non si dispone di informazioni sull'indipendenza dei componenti, ma si può osservare la presenza paritaria di rappresentanti degli azionisti e dei lavoratori in quattro aziende. In un caso, la presidenza è assunta da un rappresentante dei lavoratori (che è anche vicepresidente del consiglio di sorveglianza).

Tabella 27. Il comitato remunerazioni nelle aziende italiane: composizione

ITALIA (novembre 2009)	Organo in cui è istituito il comitato	Componenti	Componenti esecutivi		Componenti non esecutivi non indipendenti		Componenti non esecutivi indipendenti	
Eni	CdA	4	0	0,00%	0	0,00%	4	100,00%
Enel	CdA	3	0	0,00%	1	33,33%	2	66,67%
Unicredit	CdA	7	0	0,00%	2	28,57%	5	71,43%
Intesa Sanpaolo	CdS	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
Generali	CdA	3	0	0,00%	1	33,33%	2	66,67%
Telecom Italia	CdA	3	0	0,00%	1	33,33%	2	66,67%
Snam Rete Gas	CdA	3	0	0,00%	1	33,33%	2	66,67%
Fiat	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
Atlantia	CdA	5	0	0,00%	2	40,00%	3	60,00%
Saipem	CdA	3	0	0,00%	1	33,33%	2	66,67%
MEDIA 19.11.2009	10 aziende con comitato	3,70	0,00	0,00%	0,90	23,52%	2,80	76,48%
Confronto								
MEDIA 31.12.2008	10 aziende con comitato	3,60	0,00	0,00%	0,90	24,00%	2,70	76,00%
MEDIA 31.12.2007	10 aziende con comitato	4,00	0	0,00%	1,20	30,00%	2,80	70,00%

Tabella 28. Il comitato remunerazioni nelle aziende statunitensi: composizione

USA (novembre 2009)	Organo in cui è istituito il comitato	Componenti	Componenti esecutivi	Componenti non esecutivi non indipendenti	Componenti non esecutivi indipendenti
Exxon Mobil	CdA	4	0	0,00%	4
Microsoft	CdA	3	0	0,00%	3
Wal Mart Stores	CdA	3	0	0,00%	3
Procter & Gamble	CdA	5	0	0,00%	5
Apple	CdA	4	0	0,00%	4
Johnson & Johnson	CdA	4	0	0,00%	4
General Electric	CdA	6	0	0,00%	6
J.P. Morgan Chase	CdA	4	0	0,00%	4
Ibm	CdA	3	0	0,00%	3
Chevron	CdA	5	0	0,00%	5
Media 19.11.2009	10 aziende con comitato	4,10	0	0,00%	4,10
Confronto					
Media 31.12.2008	10 aziende con comitato	3,90	0	0,00%	3,90
Media 31.12.2007	10 aziende con comitato	4	0,20	5,00%	3,80

Tabella 29. Il comitato remunerazioni nelle aziende tedesche: composizione

GERMANIA (novembre 2009)	Organo in cui è istituito il comitato	Componenti	In rappresentanza degli azionisti	In rappresentanza dei lavoratori
Siemens	non istituito	-	-	-
E.On	non istituito	-	-	-
Bayer	CdS	4	2	50,00%
Deutsche Telekom	CdS	4	2	50,00%
Sap	CdS	5	3	60,00%
Allianz	CdS	3	2	66,67%
Daimler	non istituito	-	-	-
Basf	CdS	4	2	50,00%
Rwe	CdS	6	3	50,00%
Deutsche Bank	non istituito	-	-	-
Media 19.11.2009	6 aziende con comitato	4,33	2,33	55,56%
Confronto				
Media 31.12.2008	6 aziende con comitato	4,33	2,33	54,44%
Media 31.12.2007	4 aziende con comitato	4,33*	2,33*	55,56%*

* I valori medi per l'anno 2007 sono calcolati rispetto a 3 delle 4 società con comitato, poiché le informazioni pubblicate da un'impresa non consentono di stabilire con sicurezza il numero di rappresentanti degli azionisti e dei lavoratori nel comitato Remunerazioni.

Le riunioni (Tabelle 30, 31 e 32) sono più numerose nelle società statunitensi (mediamente 6,70 nel 2008, due in più rispetto al 2007) che in quelle italiane (5,30 nel 2008) e tedesche (3,33 nello stesso anno). La percentuale di presenza è nota solo per l'Italia, come già osservato in relazione al comitato audit, e risulta leggermente inferiore a quella riscontrata per quest'ultimo: mediamente, nel 2008 il comitato per le remunerazioni ha registrato un tasso di presenza pari al 90,81%, ma i componenti indipendenti sono risultati leggermente più assenti degli altri.

Tabella 30. Il comitato remunerazioni nelle aziende italiane: riunioni e partecipazione

ITALIA (31.12.2008)	N° riunioni	Partecipazione media	Partecipazione media membri indipendenti
Eni	4	100,00%	100,00%
Enel	7	90,66%	93,00%
Unicredit	7	67,46%	61,90%
Intesa Sanpaolo	9	100,00%	100,00%
Generali	2	100,00%	100,00%
Telecom Italia	10	100,00%	100,00%
Snam Rete Gas	4	83,33%	87,50%
Fiat	4	100,00%	100,00%
Atlantia	3	66,66%	44,33%
Saipem	3	100,00%	100,00%
Media 31.12.2008	5,30	90,81%	88,67%
Confronto			
Media 31.12.2007	5,75*	92,43%*	91,39%*

* I valori medi relativi al 2007 si riferiscono a 8 delle 10 società a maggior capitalizzazione, a causa della mancanza (o incompletezza) delle informazioni sulle 2 rimanenti imprese.

Tabella 31. Il comitato remunerazioni nelle aziende statunitensi: riunioni

USA (31.12.2008)	N° riunioni
Exxon Mobil	7
Microsoft	7
Wal Mart Stores	9
Procter & Gamble	6
Apple	4
Johnson & Johnson	6
General Electric	8
J.P. Morgan Chase	8
Ibm	5
Chevron	7
Media 31.12.2008	6,70
Confronto	
Media 31.12.2007	5,70

Tabella 32. Il comitato remunerazioni nelle aziende tedesche: riunioni

GERMANIA (31.12.2008)	N° riunioni
Siemens	-
E.On	-
Bayer	2
Deutsche Telekom	1
Sap	6
Allianz	3
Daimler	-
Basf	5
Rwe	3
Deutsche Bank	-
Media 31.12.2008	3,33
Confronto	
Media 31.12.2007	4*

* La media del 2007 è calcolata con riferimento a 3 delle 4 società che hanno istituito il comitato; la quarta azienda non fornisce l'informazione sul numero di riunioni.

Certamente i dati raccolti non consentono di esprimere un giudizio completo sulla adeguatezza delle scelte effettuate dalle imprese indagate in relazione al tema delle remunerazioni dei vertici esecutivi, fortemente dibattuto come una delle cause che hanno originato o aggravato la crisi economica globale. Ad evidenza, sarebbe necessario entrare nel merito dei sistemi di remunerazione, soffermando l'attenzione sulle modalità di determinazione della parte variabile dei compensi. In questa sede, ad ogni modo, si può affermare che la presenza quasi totale di componenti indipendenti nei comitati per le remunerazioni costituisce, di per sé, un'importante premessa per la tutela degli azionisti (in particolare, quelli di minoranza), dei creditori e degli altri stakeholder aziendali.

Il comitato per le nomine

La selezione dei componenti degli organi di corporate governance è un processo complesso, che deve tenere conto principalmente di due aspetti:

- le qualità professionali richieste per la conduzione dell'azienda;
- la possibilità, per una parte dei candidati che saranno eletti, di esprimere valutazioni indipendenti, operando in una posizione di controllo sui membri investiti degli incarichi esecutivi.

In sostanza, il processo di nomina deve essere condotto con rigore sia nei confronti dei membri esecutivi, sia in relazione ai componenti non esecutivi e indipendenti, e si pone come processo critico in tutte le grandi imprese, a prescindere dal grado di concentrazione o frammentazione della proprietà.

In effetti, nelle imprese dove la proprietà è concentrata, è necessario assicurare alle minoranze azionarie un'adeguata presenza di soggetti indipendenti – la cui candidatura può provenire dagli stessi azionisti di minoranza – nell'organo di indirizzo o supervisione strategica (consiglio di amministrazione o consiglio di sorveglianza, a seconda del modello di corporate governance adottato dalla società). I membri indipendenti, infatti, svolgono una funzione di monitoraggio nei confronti dei membri esecutivi, che in presenza di proprietà concentrata possono essere eccessivamente condizionati dagli indirizzi gestionali proposti dall'azionista di maggioranza.

Dove la proprietà è altamente frazionata, la mancanza di un azionista di riferimento interessato ad esercitare attivamente i poteri di controllo sul management può determinare un'eccessiva libertà d'azione per la dirigenza, comportando il rischio che questa

gestisca l'impresa nel proprio interesse, con gravi ripercussioni per i soci. Anche in questo caso, dunque, è importante che l'organo di indirizzo o supervisione strategica si componga di un adeguato numero di membri indipendenti.

La selezione dei candidati alla carica di amministratore o di consigliere di sorveglianza può offrire maggiori garanzie di efficacia se è affidata ad uno specifico organo: il comitato per le nomine. Tale comitato è generalmente costituito all'interno dell'organo di indirizzo o di supervisione strategica, dal quale è incaricato di:

- a) formulare le proposte di nomina dei componenti in relazione al successivo mandato;
- b) verificare la sussistenza dei requisiti di indipendenza in capo ai candidati, sia all'atto della nomina che durante il corso del mandato;
- c) valutare le performance individuali dei consiglieri per proporre la loro riconferma all'assemblea (nel sistema monistico e nel sistema dualistico orizzontale) o al consiglio di sorveglianza (nel sistema dualistico verticale);
- d) formulare pareri in merito alla dimensione e alla composizione complessiva dell'organo di indirizzo o supervisione strategica.

Anche in relazione al comitato per le nomine si riscontrano difformità tra gli Stati Uniti, l'Italia e la Germania. Mentre negli Stati Uniti tale comitato è obbligatorio per le aziende quotate al New York Stock Exchange²⁸ e raccomandato per tutte le altre, in Italia può non essere istituito se l'impresa adotta meccanismi alternativi per garantire un equilibrato processo di nomina (tipicamente il voto di lista). In Germania, infine, il comitato per le nomine può supportare esclusivamente la selezione dei candidati a rappresentare gli azionisti nel consiglio di sorveglianza; pertanto, non possono farne parte i rappresentanti dei lavoratori. Inoltre, il codice di autodisciplina tedesco pretende la motivazione dell'eventuale mancata istituzione, in base al principio *comply or explain*.

La composizione del comitato per le nomine segue le medesime regole già menzionate per i comitati audit e remunerazioni: nelle imprese statunitensi sono richiesti almeno tre membri, tutti indipendenti; nelle aziende italiane i membri devono essere almeno tre, tutti non esecutivi e per la maggior parte indipendenti; in Germania è preclusa la partecipazione ai consiglieri di sorveglianza nominati dai lavoratori, come ricordato.

Vale la pena di sottolineare che le attribuzioni del comitato per le nomine sono estese, negli Stati Uniti, anche a funzioni di indirizzo e vigilanza sull'efficacia della corporate governance. Con riferimento alle imprese statunitensi, pertanto, è più corretto utilizzare la denominazione di comitato per le nomine e per la corporate governance, considerando anche le seguenti competenze:

- a) supporto al consiglio di amministrazione nelle decisioni relative alla costituzione e allo scioglimento dei comitati non obbligatori, in funzione delle effettive esigenze dell'impresa e dell'evoluzione ambientale;
- b) monitoraggio sui canali informativi interni, con proposte di miglioramento delle comunicazioni dirette al consiglio di amministrazione per quanto riguarda qualità, tempestività e completezza dei messaggi;
- c) verifica della corretta applicazione dei principi di corporate governance e proposta di aggiornamento delle linee guida aziendali in materia.

²⁸ La quotazione al Nasdaq, diversamente, impone determinati requisiti in fase di nomina degli amministratori, ma non pretende l'istituzione di un apposito comitato.

L'analisi empirica mostra che, tra le dieci società italiane, solo quattro hanno istituito il comitato per le nomine; tre di esse presentano un assetto proprietario relativamente frazionato, che può avere sollevato l'esigenza di comporre il comitato per agevolare la selezione di membri indipendenti nell'interesse delle minoranze.

Nei quattro casi riscontrati per l'Italia, il comitato per le nomine risulta piuttosto ampio (5,50 membri in media) e vede la prevalenza degli amministratori indipendenti: questi superano, in media, il 65% dei componenti, con uno spiccato aumento rispetto al 2007, ma anche una lieve diminuzione nell'ultimo anno. Il complessivo aumento degli amministratori indipendenti si affianca alla significativa diminuzione degli altri membri non esecutivi, mentre resta sostanzialmente stabile la presenza di componenti esecutivi (Tabella 33). La presidenza è affidata, in tre casi, allo stesso presidente dell'organo di indirizzo e supervisione strategica (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Generali) e, in un caso, al vicepresidente esecutivo (Fiat); nelle aziende con sistema dualistico orizzontale, non si tratta mai di un soggetto indipendente.

Le sei aziende italiane prive del comitato per le nomine motivano la scelta sottolineando di avere adottato, con pari efficacia, il meccanismo del voto di lista, oppure ritengono che la partecipazione attiva dell'azionista di maggioranza in sede assembleare offra sufficienti garanzie al processo di nomina.

Tabella 33. Il comitato nomine nelle aziende italiane: composizione

ITALIA (novembre 2009)	Organo in cui è istituito il comitato	Componenti	Componenti esecutivi		Componenti non esecutivi non indipendenti		Componenti non esecutivi indipendenti	
Eni	non istituito	-	-	-	-	-	-	-
Enel	non istituito	-	-	-	-	-	-	-
Unicredit	CdA	7	1	14,29%	2	28,57%	4	57,14%
Intesa Sanpaolo	CdS	5	0	0,00%	1	20,00%	4	80,00%
Generali	CdA	7	1	14,29%	2	28,57%	4	57,14%
Telecom Italia	non istituito	-	-	-	-	-	-	-
Snam Rete Gas	non istituito	-	-	-	-	-	-	-
Fiat	CdA	3	1	33,33%	0	0,00%	2	66,67%
Atlantia	non istituito	-	-	-	-	-	-	-
Saipem	non istituito	-	-	-	-	-	-	-
Media 19.11.2009	4 aziende con comitato*	5,50	0,75	15,48%	1,25	19,29%	3,50	65,24%
Confronto								
Media 31.12.2008	4 aziende con comitato*	5,50	0,75	15,48%	1	15,71%	3,75	68,81%
Media 31.12.2007	5 aziende con comitato*	5,20	0,60	12,38%	1,60	32,57%	3	55,05%

* Le aziende dotate di comitato Nomine nel 2009 e nel 2008 lo avevano già istituito nel 2007. La quinta azienda con comitato Nomine nel 2007 (Mediobanca) non è più presente nel gruppo delle 10 imprese a maggior capitalizzazione indagato nel 2009.

Le dieci imprese statunitensi fanno registrare un sostanziale allineamento alle norme e alle raccomandazioni in tema di comitato per le nomine e per la corporate governance (Tabella 34). Questo è istituito da tutte le imprese considerate e riflette la composizione richiesta, presentando esclusivamente componenti indipendenti (mediamente poco meno di quattro per comitato, con una leggera flessione dal 2007 ad oggi).

In Germania, il comitato per le nomine è sempre presente nelle prime dieci aziende per capitalizzazione ed è composto generalmente da tre membri, tutti in rappresentanza degli azionisti (Tabella 35)²⁹.

²⁹ Il comitato per le nomine non va confuso con il comitato di mediazione, che il consiglio di sorveglianza è obbligato ad istituire quando risulta difficoltosa la nomina del consiglio di gestione. Questa dovrebbe realizzarsi, infatti, con una maggioranza pari a due terzi dei voti espressi da tutti i componenti del consiglio di sorveglianza: in altri termini, nell'organo di controllo dovrebbe esistere una sostanziale convergenza di voto tra i rappresentanti degli azionisti e quelli dei lavoratori. Nel caso in cui ciò non si verifici, il consiglio di sorveglianza deve obbligatoriamente istituire il comitato di mediazione, di cui fanno

Tabella 34. Il comitato nomine nelle aziende statunitensi: composizione

USA (novembre 2009)	Organo in cui è istituito il comitato	Componenti	Componenti esecutivi		Componenti non esecutivi non indipendenti		Componenti non esecutivi indipendenti	
Exxon Mobil	CdA	4	0	0,00%	0	0,00%	4	100,00%
Microsoft	CdA	2	0	0,00%	0	0,00%	2	100,00%
Wal Mart Stores	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
Procter & Gamble	CdA	5	0	0,00%	0	0,00%	5	100,00%
Apple	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
Johnson & Johnson	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
General Electric	CdA	6	0	0,00%	0	0,00%	6	100,00%
J.P. Morgan Chase	CdA	4	0	0,00%	0	0,00%	4	100,00%
Ibm	CdA	3	0	0,00%	0	0,00%	3	100,00%
Chevron	CdA	6	0	0,00%	0	0,00%	6	100,00%
Media 19.11.2009	10 aziende con comitato	3,90	0	0,00%	0	0,00%	3,90	100,00%
Confronto								
Media 31.12.2008	10 aziende con comitato	4	0	0,00%	0	0,00%	4	100,00%
Media 31.12.2007	10 aziende con comitato	4,30	0	0,00%	0	0,00%	4,30	100,00%

Tabella 35. Il comitato nomine nelle aziende tedesche: composizione

GERMANIA (novembre 2009)	Organo in cui è istituito il comitato	Componenti	In rappresentanza degli azionisti		In rappresentanza dei lavoratori	
Siemens	CdS	3	3	100,00%	0	0,00%
E.On	CdS	3	3	100,00%	0	0,00%
Bayer	CdS	2	2	100,00%	0	0,00%
Deutsche Telekom	CdS	2	2	100,00%	0	0,00%
Sap	CdS	3	3	100,00%	0	0,00%
Allianz	CdS	3	3	100,00%	0	0,00%
Daimler	CdS	3	3	100,00%	0	0,00%
Basf	CdS	6	6	100,00%	0	0,00%
Rwe	CdS	3	3	100,00%	0	0,00%
Deutsche Bank	CdS	3	3	100,00%	0	0,00%
Media 19.11.2009	10 aziende con comitato	3,10	3,10	100,00%	0	0,00%
Confronto						
Media 31.12.2008	10 aziende con comitato	3,10	3,10	100,00%	0	0,00%
Media 31.12.2007	9 aziende con comitato*	3,22	3,22	100,00%	0	0,00%

* L'azienda che, nel 2007, non aveva istituito il comitato Nomine non si colloca tra le prime 10 società per capitalizzazione nel 2009.

Per quanto riguarda le riunioni (Tabelle 36, 37 e 38), ci si limita ad osservare che il numero medio è inferiore a quello degli incontri dei comitati audit e remunerazioni in tutti i paesi. È doveroso sottolineare altresì che i dati di confronto per l'Italia e la Germania, relativi al 2007, soffrono di gravi carenze informative, che ne hanno determinato l'omissione in fase di elaborazione dei risultati.

parte quattro membri: il presidente e il vicepresidente del consiglio di sorveglianza stesso (nominati rispettivamente dagli azionisti e dai lavoratori), più altri due membri, uno in rappresentanza degli azionisti e l'altro in rappresentanza dei lavoratori. A tale comitato spetta il compito di nominare il consiglio di gestione. Qualora i quattro mediatori non trovino un accordo, sarà decisivo il voto esercitato dal presidente, con una effettiva prevalenza da parte degli azionisti sui lavoratori.

Poiché il comitato di mediazione è previsto dalle leggi sulla codeterminazione, l'analisi empirica effettuata nell'ambito della presente ricerca ha rilevato che tutte le società tedesche soggette a tali leggi hanno correttamente istituito il comitato di mediazione. Basf e Allianz, che hanno adottato lo statuto della Società Europea, non sono sottoposte alle leggi sulla codeterminazione e, di conseguenza, sono prive del comitato di mediazione.

Tabella 36. Il comitato nomine nelle aziende italiane: riunioni e partecipazione

ITALIA (31.12.2008)	N° riunioni	Partecipazione media	Partecipazione media membri non esecutivi non indipendenti	Partecipazione media membri indipendenti
Eni	-	-	-	-
Enel	-	-	-	-
Unicredit	8	98,21%	100,00%	97,50%
Intesa Sanpaolo	1	100,00%	100,00%	100,00%
Generali	(ND)	(ND)	(ND)	(ND)
Telecom Italia	-	-	-	-
Snam Rete Gas	-	-	-	-
Fiat	1	100,00%	100,00%	100,00%
Atlantia	-	-	-	-
Saipem	-	-	-	-
Media 31.12.2008	3,33	99,40%	100,00%	99,17%
Confronto				
Media 31.12.2007	(ND)*	(ND)*	(ND)*	(ND)*

* Poiché solo 2 società su 5 dotate di comitato Nomine forniscono l'informazione relativa all'anno 2007, il calcolo della media non è significativo ed è volontariamente omesso.

Tabella 37. Il comitato nomine nelle aziende statunitensi: riunioni

USA (31.12.2008)	N° riunioni
Exxon Mobil	9
Microsoft	5
Wal Mart Stores	9
Procter & Gamble	5
Apple	5
Johnson & Johnson	4
General Electric	3
J.P. Morgan Chase	2
Ibm	3
Chevron	5
Media 31.12.2008	5
Confronto	
Media 31.12.2007	4,90

Tabella 38. Il comitato nomine nelle aziende tedesche: riunioni

GERMANIA (31.12.2008)	N° riunioni
Siemens	0
E.On	(ND)
Bayer	0
Deutsche Telekom	(ND)
Sap	1
Allianz	0
Daimler	2
Basf	1
Rwe	0
Deutsche Bank	1
Media 31.12.2008	0,63
Confronto	
Media 31.12.2007	(ND)*

* Per effetto di gravi e diffuse carenze informative, il calcolo della media per il 2007 non è significativo ed è volontariamente omesso.

4.2.2.4. L'autovalutazione degli organi di corporate governance

L'autovalutazione periodica è un processo raccomandato in sede autodisciplinare all'organo di indirizzo e supervisione strategica, oltre che ai comitati da questo istituiti, in quanto risulta utile ad evidenziare le eventuali carenze in termini di composizione o di modalità di funzionamento. L'autovalutazione, generalmente annuale, segnala dunque la volontà dello specifico organo di migliorare l'efficacia e l'efficienza nello svolgimento delle proprie funzioni, raccogliendo le critiche e i suggerimenti di tutti i componenti.

Tutte le società italiane considerate segnalano di avere attivato il processo di autovalutazione annuale dell'organo amministrativo, affidandolo in cinque casi ad una società esterna indipendente (Tabella 39). In altri quattro casi, il processo è gestito da un comitato interno con funzioni di analisi della composizione dell'organo amministrativo o di revisione delle procedure di governance (comitato per le nomine, comitato per il controllo interno); soltanto in Intesa Sanpaolo, caratterizzata dalla presenza del consiglio di gestione, l'intero organo gestisce direttamente la procedura di autovalutazione. È doveroso sottolineare che, rispetto al 2007, nel 2008 le prime dieci società italiane per capitalizzazione hanno dimostrato una maggiore sensibilità al tema dell'autovalutazione dell'organo amministrativo, che è stata affidata più chiaramente ad uno specifico comitato o soggetto esterno indipendente.

Nelle imprese statunitensi, la *board review* è generalmente condotta dal comitato per le nomine e per la corporate governance, con l'eventuale supporto di un consulente esterno, ed è una procedura che si è consolidata nel tempo.

Al contrario, le società tedesche non enfatizzano i processi di autovalutazione del consiglio di gestione, probabilmente perché il miglioramento della governance nel sistema dualistico verticale renano è più strettamente legato alla struttura e alle dinamiche del consiglio di sorveglianza. Al riguardo, è interessante osservare che sei aziende tedesche oggetto di indagine informano gli stakeholder – nella relazione sulla gestione del 2008 – in merito all'autovalutazione annuale del consiglio di sorveglianza, senza fornirne però i dettagli. Rispetto al passato, tuttavia, si riscontra crescente precisione nella comunicazione esterna sulla corporate governance, posto che nel 2007 non era diffusa alcuna informazione sull'autovalutazione dell'organo.

Tabella 39. L'autovalutazione degli organi di corporate governance nelle società indagate

ITALIA (31.12.2008)	Autovalutazione CdA o CdG	USA (31.12.2008)	Autovalutazione CdA	GERMANIA (31.12.2008)	Autovalutazione CdS
Eni	Società esterna	Exxon Mobil	Intero organo	Siemens	Effettuata
Enel	Società esterna	Microsoft	Comitato nomine	E.On	(ND)
Unicredit	Comitato nomine	Wal Mart Stores	Comitato nomine	Bayer	Effettuata
Intesa Sanpaolo	Intero organo	Procter & Gamble	Comitato nomine e società esterna	Deutsche Telekom	(ND)
Generali	Presidente del comitato audit	Apple	Comitato nomine	Sap	Effettuata
Telecom Italia	Comitato audit	Johnson & Johnson	Comitato nomine	Allianz	Effettuata
Snam Rete Gas	Società esterna	General Electric	Comitato nomine e società esterna	Daimler	Effettuata
Fiat	Comitato nomine	J.P. Morgan Chase	Comitato nomine	Basf	(ND)
Atlantia	Società esterna	Ibm	Intero organo	Rwe	(ND)
Saipem	Società esterna	Chevron	Comitato nomine	Deutsche Bank	Effettuata

L'attenzione rivolta ai processi di autovalutazione costituisce un segnale importante del ruolo che una corretta corporate governance può assumere per il superamento della crisi. Ciò è confermato dagli sforzi tesi a perfezionare la composizione ed il funzionamento dell'organo con poteri di alta amministrazione, di indirizzo e di supervisione, anche in un momento storico durante il quale la discussione delle problematiche strategiche e gestionali tende a prendere il sopravvento sulle altre materie poste sotto la responsabilità degli organi di corporate governance.

5. Conclusioni, limiti e sviluppi futuri della ricerca

I processi di globalizzazione ai quali abbiamo assistito negli ultimi anni hanno sancito il definitivo abbattimento delle barriere di spazio determinando nuovi criteri di influenza reciproca, tali da rendere maggiormente incisivi, simultanei e planetari gli effetti conseguenti al mutamento delle condizioni di mercato. Ne è dimostrazione la rapidità con cui le variazioni in alcuni mercati si riflettono in altri, ancorché distanti e non strettamente connessi.

Con l'attuale crisi economica i fenomeni di globalizzazione paiono subire una decelerazione, determinando nuove minacce ed opportunità per le imprese di tutto il mondo. Tuttavia, il contesto economico che si andrà a delineare dopo la crisi, nella seconda fase della globalizzazione, non disconoscerà certo i benefici della maggior competizione ed internazionalizzazione delle imprese, rendendo necessarie approfondite riflessioni sulle lezioni che si possono cogliere dall'analisi dell'attuale situazione.

I futuri mutamenti di mercato, positivi o negativi, manifesteranno i propri effetti incidendo sempre più al di fuori dei confini d'origine, presupponendo interventi correttivi tempestivi e coordinati a livello mondiale. Ciò è vero in relazione alle politiche economiche e finanziarie di ciascun paese ma anche, con riferimento specifico alla presente ricerca, alle regole poste a fondamento della corporate governance aziendale. L'equa ed efficace regolamentazione dei mercati non può infatti prescindere, per il futuro, da un miglioramento delle norme sulla corporate governance e da un processo virtuoso di convergenza internazionale.

Pur riconoscendo infatti le diversità economiche, politiche e sociali di ciascun paese, non si può prescindere dalla definizione di norme comuni da porre a garanzia degli interessi coinvolti dall'agire d'impresa: interessi, peraltro, che sempre più trascendono i confini nazionali.

Così, può essere opportuno il confronto tra diversi modelli di corporate governance che, disciplinati sulla base delle esigenze proprie del paese di riferimento, devono progressivamente convergere per rispondere ai più elevati requisiti di efficacia imposti dalla globalizzazione.

Dall'analisi teorica ed empirica presentata in questo lavoro, emergono interessanti spunti di riflessione in relazione sia alla qualità della governance attuata dalle imprese nei tre paesi considerati, sia ai possibili approfondimenti e sviluppi futuri della ricerca.

La comparazione tra i sistemi di corporate governance ha originato dubbi sulla validità dei sistemi *market-oriented*, anche alla luce delle evidenze di mercato dell'ultimo decennio.

In primo luogo, l'appurata incapacità dei mercati finanziari di controllare efficacemente l'operato del management, anche per effetto della scarsa trasparenza, ha infatti sancito l'inadeguatezza dei modelli monistici caratterizzati dall'assenza di strutturati ed indipendenti organi di controllo, come il collegio sindacale nel sistema tradizionale italiano. Ciò suscita, in secondo luogo, perplessità circa l'efficacia dei modelli monistici in società di medio-grandi dimensioni come quelle degli Stati Uniti.

L'indagine ha altresì consentito di osservare la comune attenzione posta dalle società statunitensi e italiane sul ruolo dei membri indipendenti all'interno degli organi di amministrazione e di controllo. Tali caratteri di indipendenza assumono peraltro maggiore rilievo in periodi di crisi, rappresentando il necessario contrappeso alla discrezionalità degli amministratori esecutivi nell'assunzione di delibere lesive degli interessi degli stakeholder. Tuttavia, ulteriori approfondimenti si reputano necessari per comprendere se l'indipendenza dichiarata dai soggetti nominati e verificata – inizialmente e periodicamente – dall'organo di appartenenza sia sostanziale o soltanto formale.

Il confronto tra il modello dualistico verticale italiano e quello tedesco ha inoltre evidenziato per quest'ultimo la mancata previsione di membri indipendenti nell'organo amministrativo. Al contrario, il diritto societario italiano, pur ispirandosi a quello renano, ha esplicitamente imposto la nomina di consiglieri di gestione indipendenti, sebbene non in maggioranza.

Pare opportuno richiamare anche l'orientamento parzialmente differente riscontrato nei due paesi europei in merito alla tutela degli stakeholder: mentre l'Italia ha sviluppato nel tempo regole di corporate governance tese a soddisfare le attese degli azionisti, anche di minoranza, il modello tedesco pone enfasi sulla natura composita del soggetto economico, riconoscendo un ruolo primario anche ai prestatori di lavoro. Viceversa, l'analisi non ha rilevato la rappresentatività delle minoranze azionarie negli organi di corporate governance tedeschi. Nel complesso, pertanto, la realtà tedesca pare mag-

giormente improntata ad un approccio collaborativo tra le due tipologie di portatori di interessi istituzionali, confermando così il carattere *relationship-based* dei sistemi renani di corporate governance, mentre tra le imprese italiane sembra prevalere l'approccio *shareholder-oriented*, con specifiche garanzie per le minoranze.

La ricerca ha evidenziato anche elementi di convergenza tra i tre paesi. Al riguardo, si ricorda la significativa diffusione di comitati specializzati, istituiti all'interno del consiglio di amministrazione nelle imprese con modello monistico o dualistico orizzontale e del consiglio di sorveglianza nelle aziende con modello dualistico verticale. A tali comitati le aziende hanno attribuito funzioni propositive, consultive e di controllo in relazione ai fenomeni che assumono maggiore criticità per la correttezza e l'efficacia della corporate governance.

In particolare, l'analisi empirica ha appurato l'esistenza del comitato audit in tutte le imprese osservate, verificando altresì la sua adeguata composizione in termini di professionalità e indipendenza negli Stati Uniti e in Italia. In Germania, la struttura del comitato audit è invece prevalentemente diretta ad offrire un'equa rappresentatività agli azionisti e ai lavoratori.

In tutti e tre i paesi, il comitato audit assume compiti di supervisione sul sistema di controllo interno e di coordinamento tra gli organi di controllo, sia interni che esterni. La rilevanza che tali funzioni rivestono soprattutto nei momenti di crisi aziendale e globale, al fine di scongiurare l'aggravamento e di supportare la ripresa dell'efficace funzionamento della gestione, suggerisce un possibile sviluppo futuro della ricerca, con focalizzazione sul ruolo delle funzioni di controllo interno per la corretta attuazione della corporate governance. In tale ambito, può essere interessante approfondire le responsabilità, i compiti e le modalità di interazione che caratterizzano, tra gli altri, l'internal auditing, il risk management, la compliance e il controllo della gestione.

Quasi tutte le imprese analizzate hanno altresì istituito il comitato per le remunerazioni. Anche con riferimento a quest'ultimo, l'indipendenza pare soddisfacente negli Stati Uniti e in Italia, mentre per la Germania si riscontra nuovamente la rappresentanza paritaria di azionisti e lavoratori.

Al di là delle considerazioni sulla composizione del comitato, preme rimarcare, anche in questo caso, l'opportunità di intraprendere uno studio di maggior dettaglio sui sistemi di remunerazione dei vertici aziendali, prestando attenzione soprattutto ai criteri di attribuzione della parte variabile dei compensi. Ciò può permettere, infatti, di valutare: da un lato, l'effettiva sostenibilità delle remunerazioni anche in periodi di crisi; dall'altro lato, l'adeguatezza del sistema retributivo come strumento per incentivare il superamento della crisi stessa, collegando la remunerazione variabile alle performance economiche e di mercato della società in un orizzonte temporale non breve.

La presente ricerca ha implicitamente consentito, infine, di valutare la qualità e l'eshaustività delle informazioni divulgate dalle trenta imprese mediante i propri siti internet. Sotto questo profilo, si sono riscontrati margini di perfezionamento, soprattutto per quanto riguarda l'informativa sul funzionamento degli organi di corporate governance negli Stati Uniti e sull'indipendenza dei consiglieri nominati dagli azionisti in Germania. Alle imprese tedesche, tuttavia, va riconosciuto un significativo sforzo verso il miglioramento della comunicazione sulla corporate governance, che risulta spesso più completa rispetto al passato.

In conclusione, si intende rimarcare il ruolo cruciale che la trasparenza deve assumere affinché i mercati possano recuperare efficienza ed efficacia, soprattutto nei sistemi *outsider*. Una maggiore trasparenza può altresì meglio supportare i processi decisionali

e valutativi degli investitori e degli altri interlocutori aziendali, anche nei sistemi *insider*. In questo ambito una funzione di prim'ordine dovrà essere assunta dai legislatori e dagli organismi nazionali e sovranazionali di regolamentazione e vigilanza sui mercati, quali promotori di un processo di armonizzazione delle regole per la tutela di tutti gli stakeholder.

Bibliografia

- Aguilera R.V., Cuervo-Cazurra A. (2009), "Codes of Good Governance", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 17, n. 3, pp. 376-387.
- Albert-Roulhac C., Breen P. (2005), "Corporate Governance in Europe: Current Status and Future Trends", *Journal of Business Strategy*, vol. 26, n. 6, pp. 19-29.
- Alpaslan C.M., Green S.E., Mitroff I.I. (2009), "Corporate Governance in the Context of Crises: Towards a Stakeholder Theory of Crisis Management", *Journal of Contingencies and Crisis Management*, vol. 17, n. 1; pp. 38-49.
- Astori R. (2009), "La corporate governance in Italia", in Salvioni D.M. (a cura di), *Corporate governance, controllo e trasparenza*, FrancoAngeli, Milano.
- Berle A., Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, NY World Inc., New York.
- Bertini U. (2009), "Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore", in Maggioni V., Potito L., Viganò R. (a cura di), *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, Bologna.
- Bosetti L. (2009), "Le variabili rilevanti dei sistemi di corporate governance", in Salvioni D.M. (a cura di), *Corporate governance, controllo e trasparenza*, FrancoAngeli, Milano.
- Bresciani S. (2003), *La corporate governance nel sistema impresa: prospettive di analisi e relazioni. L'esperienza americana*, Giappichelli, Torino.
- Charkham J. (1994), *Keeping Good Company. A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford University Press, New York.
- Davies M. (2008), "The Impracticality of an International "One Size Fits All" Corporate Governance Code of Best Practice", *Managerial Auditing Journal*, vol. 23, n. 6, pp. 532-544.
- Fiori G., Tiscini R. (a cura di) (2004), *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informazione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Forestieri G. (1998), "La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura", in Airoidi G., Forestieri G. (a cura di), *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano.
- Fortuna F. (2001), *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano.
- Gennari F. (2009), "I comitati interni agli organi di corporate governance", in Salvioni D.M. (a cura di), *Corporate governance, controllo e trasparenza*, FrancoAngeli, Milano.
- Goergen M., Manjon M.C., Renneboog L. (2008), "Is the German System of Corporate Governance Converging towards the Anglo-American Model?", *Journal of Management & Governance*, vol. 12, n. 1, pp. 37-71.
- Hirschman A. (1970), *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard University Press, Cambridge MA.
- Jungmann C. (2006), *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems – Evidence from the UK and Germany*, Ecfr 4.
- Kirkpatrick G. (2009), *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OECD.
- Lacchini M. (2002), *Corporate governance e bilanci d'impresa nella prospettiva della riforma*, Giappichelli, Torino.
- Luo Y. (2007), *Global Dimensions of Corporate Governance*, Blackwell Publishing

- Mallin C. (2003), *Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford.
- Mallin C. (a cura di) (2006), *Handbook on International Corporate Governance. Country analyses*, Edward Elgar Publishing, Great Britain.
- Masera R. (2009), “La crisi finanziaria e i modelli di corporate governance delle banche: implicazioni e prospettive”, *Bancaria*, n. 1.
- Melis A. (1999), *Corporate governance. Un’analisi empirica della realtà italiana in un’ottica europea*, Giappichelli, Torino.
- Mülbert P.O. (2009), “Corporate Governance of Banks”, *European Business Organization Law Review*, vol. 10, n. 3, pp. 411-437.
- Nestor S. (2003), “International Corporate Governance Convergence”, in Sullivan J.D., Rogers J., Kuchta-Helbling C., Shkolnikov A. (a cura di), *In Search of Good Directors: A Guide to Building Corporate Governance in the 21st Century*, The Center for International Private Enterprise, Washington DC.
- Nestor S. (2009), “Global Corporate Governance Challenger for Public Companies and Their Shareholders in the 21st Century”, in Institute of Directors, *The Handbook of International Corporate Governance*.
- OECD (2009), *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, June.
- OECD (2009), *The Financial Crisis. Reform and Exit Strategies*.
- Salvioni D.M. (2004), “Il sistema di governo aziendale”, in Salvioni D.M. (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Salvioni D.M. (2009), “Il sistema di controllo di corporate governance”, in Maggioni V., Potito L., Viganò R. (a cura di), *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, Bologna.
- Salvioni D.M. (2009), “La corporate governance nelle imprese”, in Salvioni D.M. (a cura di), *Corporate governance, controllo e trasparenza*, FrancoAngeli, Milano.
- Tarallo P. (a cura di) (2000), *Corporate governance. Principi di gestione nell’ottica del valore*, FrancoAngeli, Milano.
- Sharfman B.S. (2009), “Enhancing the Efficiency of Board Decision Making: Lessons Learned from the Financial Crisis of 2008”, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 34, n. 3; pp. 813-852.
- Short H., Keasey K., Hull A., Wright M. (1998), “Corporate Governance, Accountability and Enterprise”, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 6, n. 3, pp. 151-165.
- Solomon J. (2007), *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons, Chichester.
- Van den Berghe L. (2002), *Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence?*, Kluwer Academic Publishers, Usa.
- Weimer J., Pape J.C. (1999), “A Taxonomy of Systems of Corporate Governance”, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 7, n. 2, pp. 152-166.
- Yoshikawa T., Rasheed A.A. (2009), “Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions”, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 17, n. 3; pp. 388-404.

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA AZIENDALE

PAPERS PUBBLICATI DAL 2006 AL 2009*:

- 52- Cinzia DABRASSI PRANDI, *Relationship e Transactional Banking models*, marzo 2006.
- 53- Giuseppe BERTOLI, Bruno BUSACCA, Federica LEVATO, *Brand Extension & Brand Loyalty*, aprile 2006.
- 54- Mario MAZZOLENI, Marco BERTOCCHI, *La rendicontazione sociale negli enti locali quale strumento a supporto delle relazioni con gli Stakeholder: una riflessione critica*, aprile 2006
- 55- Marco PAIOLA, *Eventi culturali e marketing territoriale: un modello relazionale applicato al caso di Brescia*, luglio 2006
- 56- Maria MARTELLINI, *Intervento pubblico ed economia delle imprese*, agosto 2006
- 57- Arnaldo CANZIANI, *Between Politics and Double Entry*, dicembre 2006
- 58- Marco BERGAMASCHI, *Note sul principio di indeterminazione nelle scienze sociali*, dicembre 2006
- 59- Arnaldo CANZIANI, Renato CAMODECA, *Il debito pubblico italiano 1971-2005 nell'apprezzamento economico-aziendale*, dicembre 2006
- 60- Giuseppina GANDINI, *L'evoluzione della Governance nel processo di trasformazione delle IPAB*, dicembre 2006
- 61- Giuseppe BERTOLI, Bruno BUSACCA, Ottavia PELLONI, *Brand Extension: l'impatto della qualità relazionale della marca e delle scelte di denominazione*, marzo 2007
- 62- Francesca GENNARI, *Responsabilità globale d'impresa e bilancio integrato*, marzo 2007
- 63- Arnaldo CANZIANI, *La ragioneria italiana 1841-1922 da tecnica a scienza*, luglio 2007
- 64- Giuseppina GANDINI, Simona FRANZONI, *La responsabilità e la rendicontazione sociale e di genere nelle aziende ospedaliere*, luglio 2007
- 65- Giuseppe BERTOLI, Bruno BUSACCA, Ottavia PELLONI, *La valutazione di un'estensione di marca: consonanza percettiva e fattori Brand-Related*, luglio 2007
- 66- Marco BERGAMASCHI, *Crisi d'impresa e tecnica legislativa: l'istituto giuridico della moratoria*, dicembre 2007.
- 67- Giuseppe PROVENZANO, *Risparmio.... Consumo....questi sconosciuti !!!*, dicembre 2007.
- 68- Elisabetta CORVI, Alessandro BIGI, Gabrielle NG, *The European Millennials versus the US Millennials: similarities and differences*, dicembre 2007.
- 69- Anna CODINI, *Governo della concorrenza e ruolo delle Authorities nell'Unione Europea*, dicembre 2007.
- 70- Anna CODINI, *Gestione strategica degli approvvigionamenti e servizio al cliente nel settore della meccanica varia*, dicembre 2007.
- 71- Monica VENEZIANI, Laura BOSIO, *I principi contabili internazionali e le imprese non quotate: opportunità, vincoli, effetti economici*, dicembre 2007.
- 72- Mario NICOLIELLO, *La natura economica del bilancio d'esercizio nella disciplina giuridica degli anni 1942, 1974, 1991, 2003*, dicembre 2007.
- 73- Marta Maria PEDRINOLA, *La ristrutturazione del debito dell'impresa secondo la novella dell'art 182-bis L.F.*, dicembre 2007.
- 74- Giuseppina GANDINI, Raffaella CASSANO, *Sistemi giuridici a confronto: modelli di corporate governance e comunicazione aziendale*, maggio 2008.
- 75- Giuseppe BERTOLI, Bruno BUSACCA, Michela APOSTOLO, *Dominanza della marca e successo del co-branding: una verifica sperimentale*, maggio 2008.
- 76- Alberto MARCHESE, *Il ricambio generazionale nell'impresa: il patto di famiglia*, maggio 2008.

* Serie depositata a norma di legge. L'elenco completo dei paper è disponibile al seguente indirizzo internet <http://www.deaz.unibs.it>

- 77- Pierpaolo FERRARI, *Leasing, factoring e credito al consumo: business maturi e in declino o "cash cow"?*, giugno 2008.
- 78- Giuseppe BERTOLI, *Globalizzazione dei mercati e sviluppo dell'economia cinese*, giugno 2008.
- 79- Arnaldo CANZIANI, *Giovanni Demaria (1899-1998) nei ricordi di un allievo*, ottobre 2008.
- 80- Guido ABATE, *I fondi comuni e l'approccio multimanager: modelli a confronto*, novembre 2008.
- 81- Paolo BOGARELLI, *Unità e controllo economico nel governo dell'impresa: il contributo degli studiosi italiani nella prima metà del XX secolo*, dicembre 2008.
- 82- Marco BERGAMASCHI, *Marchi, imprese e sociologia dell'abbigliamento d'alta moda*, dicembre 2008.
- 83- Marta Maria PEDRINOLA, *I gruppi societari e le loro politiche tributarie: il dividend washing*, dicembre 2008.
- 84- Federico MANFRIN, *La natura economico-aziendale dell'istituto societario*, dicembre 2008.
- 85- Sergio ALBERTINI, Caterina MUZZI, *La diffusione delle ICT nei sistemi produttivi locali: una riflessione teorica ed una proposta metodologica*, dicembre 2008.
- 86- Giuseppina GANDINI, Francesca GENNARI, *Funzione di compliance e responsabilità di governance*, dicembre 2008.
- 87- Sante MAIOLICA, *Il mezzanine finance: evoluzione strutturale alla luce delle nuove dinamiche di mercato*, febbraio 2009.
- 88- Giuseppe BERTOLI, Bruno BUSACCA, *Brand extension, counterextension, cobranding*, febbraio 2009.
- 89- Luisa BOSETTI, *Corporate Governance and Internal Control: Evidence from Local Public Utilities*, febbraio 2009.
- 90- Roberto RUOZI, Pierpaolo FERRARI, *Il rischio di liquidità nelle banche: aspetti economici e profili regolamentari*, febbraio 2009.
- 91- Richard BAKER, Yuri BIONDI, Qiusheng ZHANG, *Should Merger Accounting be Reconsidered?: A Discussion Based on the Chinese Approach to Accounting for Business Combinations*, maggio 2009.
- 92- Giuseppe PROVENZANO, *Crisi finanziaria o crisi dell'economia reale?*, maggio 2009.
- 93- Arnaldo CANZIANI, *Le rivoluzioni zappiane— reddito, economia aziendale — agli inizi del secolo XXI*, giugno 2009.
- 94- Annalisa BALDISSERA, *Profili critici relativi al recesso nelle società a responsabilità limitata dopo la riforma del 2003*, luglio 2009.
- 95- Marco BERGAMASCHI, *Analisi ambientale della Cina e strategie di localizzazione delle imprese italiane*, novembre 2009.
- 96- Alberto FALINI, Stefania PRIMAVERA, *Processi di risanamento e finalità d'impresa nelle procedure di amministrazione straordinaria*, dicembre 2009.

*Università degli Studi di Brescia
Dipartimento di Economia Aziendale
Contrada Santa Chiara, 50 - 25122 Brescia
tel. 030.2988.551-552-553-554 - fax 030.295814
e-mail: segeaz@eco.unibs.it*