

Lucia Pullano

# Nuove forme di corporate governance

*Il ruolo del controllo  
nella responsabilità d'impresa*



Copyright © MMIX  
ARACNE editrice S.r.l.

[www.aracneeditrice.it](http://www.aracneeditrice.it)  
[info@aracneeditrice.it](mailto:info@aracneeditrice.it)

via Raffaele Garofalo, 133 A/B  
00173 Roma  
(06) 93781065

ISBN 978-88-548-2912-1

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,  
di riproduzione e di adattamento anche parziale,  
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie  
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: novembre 2009

*In memoria di mio padre...*



# INDICE

INTRODUZIONE	9
--------------	---

## PARTE PRIMA

### STRUTTURA E MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE

#### CAPITOLO PRIMO

##### MODELLI E STRUTTURA DI CORPORATE GOVERNANCE

1.1	Dibattito sulla <i>corporate governance</i> : evoluzione storica	19
1.2	Nozione di <i>corporate governance</i>	34
1.3	Modelli di <i>corporate governance</i> : <i>outsider</i> e <i>insider system</i>	39
1.4	Gli archetipi anglosassone e renano-giapponese	40
1.5	Strutture e processi di esercizio del governo economico	48
1.6	Il modello di <i>corporate governance</i> adottato in Italia	51
	1.6.1 Le principali novità introdotte dal TUF	55
	1.6.2 Il codice di autodisciplina	57
1.7	I modelli alternativi di <i>corporate governance</i> dopo la riforma	70
1.8	Dalla trasparenza dell'informazione al principio di <i>accountability</i>	76

#### CAPITOLO SECONDO

##### LA FISIOLOGIA DELL'ORGANO AMMINISTRATIVO

2.1	Il ruolo del consiglio di amministrazione nel governo economico	87
	2.1.1 Il consiglio di amministrazione nelle decisioni strategiche	94
2.2	Il legame tra il consiglio di amministrazione e la performance aziendale	98
2.3	Composizione e struttura gestionale del consiglio	102
2.4	La funzione degli amministratori indipendenti	112

PARTE SECONDA  
ANALISI DEL MODELLO IDONEO A PREVERINE  
LA RESPONSABILITÀ NELLE SOCIETÀ

CAPITOLO TERZO  
LA PATOLOGIA DELL'ORGANO AMMINISTRATIVO:  
IL RUOLO DEL CONTROLLO INTERNO

3.1	La responsabilità degli amministratori verso la società	119
3.2	Governo d'impresa, controlli e responsabilità: il d. lgs. 231/2001	123
	3.2.1 Dal d. lgs. 231/2001 alla riforma dei reati societari	126
3.3	Il controllo interno	131
	3.3.1 Gli amministratori indipendenti nel comitato di controllo interno	135
3.4	Il sistema di controllo interno	140
3.5	Dalla revisione interna al perché del decreto 231/2001	144
3.6	Gli strumenti a disposizione per prevenire la responsabilità	150

CAPITOLO QUARTO  
IL MODELLO DI ORGANIZZAZIONE GESTIONE E CONTROLLO

4.1	La ricerca: obiettivi, metodologia e fonti	153
4.2	Il grado di rappresentanza nel consigliodi amministrazione	160
	4.2.1 La nomina degli amministratori con voto di lista	167
4.3	Il meccanismo di controllo interno	172
4.4	Struttura del modello organizzativo	178
	4.4.1 il ruolo dell'organismo di vigilanza	181
4.5	Acuni aspetti riguardanti la predisposizione del Modello	187
4.6	Risultati conclusivi	120
	APPENDICE INFORMATIVA SULLE SOCIETÀ CONSIDERATE	199
	BIBLIOGRAFIA	209
	SITOGRAFIA	217

## INTRODUZIONE

Le tematiche relative al sistema di *corporate governance* sono oggetto di dibattito da parte di un ampio pubblico che partecipa con vari ruoli alla vita dell'azienda da lungo tempo, sebbene l'attenzione sia sensibilmente cresciuta nell'ultimo ventennio se ci si riferisce alla dottrina angloamericana, e solo in un periodo ancora più recente se ci si riferisce alla dottrina italiana. In realtà, pur presentandosi sotto etichette differenti, si tratta di un tema che da sempre accompagna la vita delle imprese perché è suscitato dalla domanda di fondo in merito a chi debba governare le imprese, secondo quali modalità ed a come si debbano ripartire i risultati dell'attività d'impresa.

Dibattito, destinato a rinnovarsi continuamente poiché da un lato, l'attività economica continuerà a svolgersi in condizione di "razionalità limitata" e, dall'altro lato, continuerà il processo di invenzione e di sperimentazione dell'attività economica.

Già dal 1985 l'espressione *corporate governance* era usata quasi esclusivamente nel mondo anglosassone e richiamava una problematica molto critica ma piuttosto circoscritta, ossia la problematica della configurazione e del funzionamento dei consigli di amministrazione (*board of directors*) delle grandi imprese quotate in borsa e, in particolare, delle imprese nelle quali si era in larga misura compiuta la cosiddetta "separazione tra proprietà e *management*".

Successivamente, l'espressione *corporate governance* è andata a coprire una problematica molto più ampia includendo anche i temi degli assetti proprietari ed estendendosi a tutti i tipi di imprese quotate o meno, con o senza azionisti di controllo.

Il presente lavoro è condotto secondo una prospettiva di analisi di tipo soggettivo, analizzando i comportamenti e gli interessi dei soggetti – relativi all'evoluzione dei contributi forniti dalla letteratura – che occupano gradi più elevati nella struttura organizzativa delle grandi imprese.

Con riferimento a tali soggetti, l'analisi dei comportamenti sarà interpretata ricorrendo spesso al quadro interpretativo fornito dalla teoria dell'agenzia.

In base a tale prospettiva teorica, il problema di *corporate governance* diviene quello di governare una relazione di agenzia tra date categorie di *stakeholders* (nel ruolo del principale) e l'impresa (nel ruolo dell'agente): gli *stakeholders* delegano all'impresa il perseguimento dei loro interessi e l'impresa è tenuta, sulla base di accordi formali o informali, a operare per perseguirli. La situazione di informazione imperfetta in cui tale relazione si svolge e la divergenza di interessi che sottende espongono gli *stakeholders* al rischio di comportamenti opportunistici e rendono necessari istituzioni, regole e meccanismi che ne tutelino gli interessi e ne garantiscano la soddisfazione: sono questi, i sistemi di *corporate governance*.

Scegliere di utilizzare tale quadro di analisi non significa necessariamente ritenere che tutti i soggetti coinvolti nel sistema di governo dell'impresa sono opportunisti e tendono a perseguire il proprio interesse diretto, agendo in maniera sleale se necessario, se non sottoposti ad un efficace sistema di controllo del loro operato.

Vi sono certamente *top manager*, membri dei consigli di amministrazione e, in generale, soggetti che ricoprono ruoli chiave nel sistema di governo aziendale, i quali si comportano secondo canoni etici, o che comunque, tendono a perseguire gli obiettivi organizzativi in un'ottica di creazione di valore, in maniera da non nuocere ai soggetti che non sono in grado di salvaguardare i propri legittimi interessi, rispettando il rapporto di tipo fiduciario che con essi si instaura.

Il motivo che spinge a preferire la chiave interpretativa fornita dalla teoria dell'agenzia è quello di analizzare ed evidenziare le situazioni che si presentano, o si possono presentare, nelle condizioni più difficili, alle quali il sistema di *corporate governance* deve porre soluzione al fine di migliorare il processo aziendale di creazione di valore<sup>1</sup>.

In questo senso, la protezione degli azionisti *outsider*, cioè degli azionisti privi di potere di gestione, rappresenta un aspetto centrale della *corporate governance*. Non si tratta di un'istanza fine a se stessa, né

---

<sup>1</sup> Esiste una diversa prospettiva teorica, di più recente formulazione, nota con il nome di "Stewardship theory" (Donaldson L., Davis J., 1991) che parte dall'assunto che il problema dell'opportunismo manageriale non sia rilevante. L'obiettivo del *manager* è la massimizzazione della performance dell'impresa, in quanto solo in questo modo egli potrà soddisfare il proprio bisogno di successo.



di un atto di pura liberalità, quanto di un problema di efficienza del sistema economico: è dimostrato infatti che la protezione degli azionisti *outsider* è condizione imprescindibile perché si sviluppi un mercato azionario efficiente e progredito, capace nell'era della globalizzazione finanziaria di affrontare la concorrenza internazionale e attrarre capitali in cerca d'impiego, a tutto beneficio del sistema imprenditoriale nazionale.

Allo stesso modo, la qualità dei controlli interni è divenuta oggi indispensabile per gestire le complesse realtà aziendali. Infatti il legislatore nazionale, con una serie di disposizioni legislative (vedi la Legge Draghi, il Codice di Autodisciplina delle società quotate, il D.Lgs. N. 231/2001, la riforma del diritto societario), ha reso *l'area controllo*, parte certamente importante dell'amministrazione dell'azienda, ancor più delicata.

Importanti fenomeni finanziari e di direzione delle società, costituiscono le comuni e reali ragioni che spingono il "mercato" a sollecitare miglioramenti nei sistemi di governo societario. Le frodi e la corruzione, le ingenti perdite e i fallimenti di gruppi industriali e finanziari, le operazioni di fusione, e via dicendo, hanno evidenziato come sia importante l'adozione, da parte delle stesse imprese, di modelli di gestione atti a garantire la massima trasparenza e correttezza dei comportamenti, tenuto conto degli innumerevoli rapporti di fiducia che esse instaurano con i propri "*stakeholders*", sia interni, quali il personale dell'impresa, le persone che hanno un rapporto molto stretto con l'impresa, cioè rappresentanti, agenti, addetti alle reti esclusive di distribuzione e lo stesso management; sia esterni, cioè i fornitori, i clienti, gli investitori, le comunità locali, la Pubblica Amministrazione, i partners, ecc.

Questo spiega peraltro come mai nelle società avanzate non soltanto i Governi, ma anche gli investitori, i consumatori, i media e il pubblico in generale, pongano richieste sempre più elevate sulla *performance* dell'impresa, attribuendo valore, oltre che al puro risultato economico, ad aspetti quali la qualità, l'immagine, l'affidabilità e la reputazione dell'impresa in termini di responsabilità etica, sociale e ambientale.

Tale situazione impone ad ogni consiglio di amministrazione di definire in ogni dettaglio e di garantire la perfetta efficienza di un siste-

ma (indipendente dall'Alta Direzione) di monitoraggio continuo dell'azienda, per assicurare la completezza e l'accuratezza di tutte le procedure aziendali, anche e soprattutto nella definizione dei controlli.

Alla luce di tale circostanze, sarebbe però riduttivo discutere della *corporate governance* ponendo l'accento pressoché esclusivamente sulle norme e sui regolamenti posti a presidio degli interessi delle *minoranze* azionarie. Un buon sistema di governo economico delle imprese deve favorire soprattutto il formarsi di un ambiente decisionale nel quale possano maturare strategie e politiche aziendali di qualità, dalle quali, in ultima analisi, dipende la prosperità d'impresa.

Dopo le osservazioni sopra esposte, il presente studio, pur se suddiviso in due parti, intende offrire un quadro d'insieme dei principali elementi e caratteristiche della *corporate governance* delle grandi imprese, in generale, e della funzione dell'Organismo di Vigilanza previsto dal decreto 231/2001, in particolare.

Pertanto, nella prima parte del lavoro si analizzano gli aspetti fondamentali delle tematiche di *corporate governance*, mentre nella seconda parte vengono approfonditi, sia sul piano teorico, sia su quello empirico, il ruolo del controllo interno nell'ambito più circoscritto delle grandi società quotate attraverso l'analisi di un apposito Modello.

Il primo capitolo illustra le ragioni per cui il tema delle modalità di governo economico delle imprese ha suscitato un crescente interesse da parte di uomini di affari, degli esponenti politici, e dell'opinione pubblica in generale.

Si pone l'accento sui sistemi di governo delle grandi imprese – le società per azioni che in genere accedono al mercato di borsa – puntualizzando che il modello societario di grande impresa si caratterizza per la separazione fra proprietà dell'azienda e controllo sulla gestione, ovvero per il fatto che chi gestisce l'impresa (l'*agente*) non è il proprietario (il *principale*) del capitale di rischio conferito o, comunque non ne è totalmente proprietario.

Nelle imprese in cui si registra la separazione tra proprietà e gestione è sempre presente il pericolo che uno slittamento etico dei responsabili della gestione, e cioè dei soggetti "interni" all'azienda (*insiders*), quali *manager* o azionisti dominanti, possa sfociare in vere e proprie espropriazioni di valore perpetrate, dapprima nei confronti degli *stakeholder*, ma poi anche degli stessi azionisti *outsider*.

All'interno della problematica trattata, grande importanza riveste l'assetto proprietario aziendale e, quindi, l'esame delle variabili legate alle caratteristiche della proprietà: *public company*, società a controllo preconstituito, appartenenza della società ad un gruppo e presenza di investitori istituzionali.

Il capitolo primo esaurisce l'elencazione e la disamina delle possibili variabili legate alla figura del proprietario (il *principale*). L'impostazione di *corporate governance* italiana, pur connotandosi di peculiarità che la contraddistinguono, rientra nelle logiche istitutive ed operative del modello dell'*insider system*. Ancora distanti, anche se più vicini rispetto ad alcuni anni or sono, sono i meccanismi del *market for corporate control*; il ruolo di giudice ed arbitro imparziale che il mercato esercita nei contesti anglosassoni non è comparabile a quello esercitato dallo stesso in Italia. La Riforma del diritto societario ha, di recente, rafforzato l'assetto societario per il quale il controllo sull'amministrazione viene esercitato su base "interna-relazionale", prevedendo la possibilità per le società per azioni, di scegliere fra diverse modalità di controllo tassativamente indicate. Accanto al modello di organizzazione dell'amministrazione e del controllo delineato nel Codice del 1942 (che è stato peraltro profondamente rinnovato), la Riforma ha introdotto due nuovi sistemi di *corporate governance*, il sistema dualistico e il sistema monistico, rispettivamente di ispirazione tedesca e anglosassone. D'altra parte, la significatività e valenza delle raccomandazioni fornite dalla *prassi*, che riunita in un comitato presieduto, nel 1999, dall'allora Presidente della Borsa Italiana Stefano Preda, - (modificate ed integrate dalla L. 262/05 recante "le disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari") e dal Codice di Autodisciplina (codice Preda: rivisitato come vedremo in seguito nel 2002 e infine nel 2006) - ha generato un codice di autodisciplina delle società quotate, i cui suggerimenti hanno trovato graduale e ampia adozione da parte delle società quotate italiane.

Dal primo al secondo capitolo, il sistema di governo economico viene visto come strumento per equilibrare le aspettative dei diversi *stakeholder* perché capace di prevenire, e se nel caso dirimere, possibili conflitti tra le diverse categorie d'interessi che gravitano attorno all'impresa. Principio cardine su cui fondare il processo di contemperamento delle attese è quello dell'*accountability*, che evoca il ricono-

scimento della responsabilità d'impresa nei confronti del suo ambiente e l'attitudine a rendere conto delle proprie azioni. In assenza di una convinta adesione al principio dell'*accountability*, la trasparenza dell'informazione e l'apertura all'esterno (*disclosure*) corrono il rischio di diventare concetti davvero poco pregnanti.

Nel secondo capitolo l'attenzione si sposta dunque sul ruolo centrale svolto dal consiglio di amministrazione nel governo economico poiché, come espressamente previsto dall'art. 2380-*bis* c.c., ad esso l'assemblea degli azionisti attribuisce la gestione dell'impresa e il diritto di compiere tutte le operazioni necessarie per l'attuazione nonché il conseguimento dell'oggetto sociale. Volendo sintetizzare tra le varie posizioni, si può sostenere che, per realizzare concretamente il proprio dovere e non incorrere nella sfiducia degli azionisti o nelle sanzioni previste dalla legge, il consiglio di amministrazione deve occuparsi di un vasto insieme di attività che, secondo gli studiosi di economia aziendale e di management, possono essere ricondotte allo svolgimento delle funzioni strategiche, di controllo e di gestione dell'ambiente; osservando anche il legame che il consiglio ha con la performance aziendale.

Infine sempre nel secondo capitolo, ci si concentra sulle caratteristiche che il consiglio deve possedere per essere efficace con la prevalenza di consiglieri esterni, la maggioranza dei quali indipendenti. Si tratta di suddividere gli amministratori in: a) esecutivi, ossia quelli che svolgono un ruolo attivo nel governo della società: sono tutti coloro cioè che, oltre ad essere presenti nel consiglio di amministrazione, ricoprono anche incarichi direttivi o manageriali (ivi comprese le cariche di presidente e amministratore delegato); b) non esecutivi, ossia coloro che, all'infuori dell'essere membri del consiglio, non hanno altre funzioni direttive all'interno della società; Gli amministratori indipendenti infine, sono quei soggetti che, oltre ad essere non esecutivi, possiedono determinate caratteristiche di indipendenza dal soggetto economico; la loro presenza, infatti, deve consentire al Consiglio di esprimere e fornire soluzioni ai problemi ed alle criticità aziendali, nell'ottica della massimizzazione dello *shareholder value*.

Nel terzo capitolo vengono analizzati i requisiti comportamentali del consiglio al fine di non incorrere in responsabilità. In proposito, in base all'attuale disciplina, la responsabilità degli amministratori ri-

guarda oltre che alla violazione dei doveri specifici posti a loro carico dalla legge o dallo statuto, anche dal mancato rispetto di due doveri generali che sono, il dovere della diligenza meglio definito negli Stati Uniti come il c.d. *Duty of Care*, intesa come diligenza professionale e il *Duty of Loyalty*, inteso come dovere di operare nell'esclusivo interesse della società. Inoltre, il legislatore, facendo riferimento alla diligenza richiesta in relazione alla natura dell'incarico, rimarca la necessità di considerare, in relazione a ciascuna fattispecie, della specifica posizione rivestita dall'amministratore all'interno del consiglio di amministrazione, distinguendo se si tratti di amministratore con o senza delega; il riferimento alle specifiche competenze impone, invece di graduare la responsabilità sulla base delle cognizioni tecniche di ciascun amministratore.

Altro aspetto importante del capitolo, riguarda la qualità dei controlli interni divenuta oggi indispensabile per gestire le complesse realtà aziendali. Sicuramente uno degli strumenti a disposizione del consiglio di amministrazione e che solo in rari casi viene compiutamente utilizzato nelle proprie aziende, è la costituzione di un servizio di revisione interna (*internal auditing*) al quale affidare compiti di vigilanza del grado di controllo interno esistente nell'azienda e compiti di analisi e verifica di fatti aziendali.

Lo studio si conclude con il quarto capitolo, nel quale si rappresenteranno, utilizzando tabelle e grafici, gli esiti di una ricerca empirica condotta sull'insieme di dieci imprese attualmente quotate alla borsa di Milano. La ricerca è orientata dall'obiettivo di evidenziare partendo dal sistema di *corporate governance* di tali imprese per poi concentrarsi sul meccanismo di controllo idoneo a prevenire la responsabilità ex decreto 231/2001, sulle principali caratteristiche operative del modello, se offre garanzie adeguate al soddisfacimento e contemporaneo degli interessi delle diverse categorie di azionisti.



## **PARTE PRIMA**

### **STRUTTURA E MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE**





# CAPITOLO PRIMO

## MODELLI E STRUTTURA DI CORPORATE GOVERNANCE

### 1.1 DIBATTITO SULLA CORPORATE GOVERNANCE: EVOLUZIONE STORICA

Nonostante gli studi sulla *corporate governance* (CG) siano un fenomeno relativamente recente, che ha conosciuto un rapido sviluppo durante gli ultimi decenni del XX secolo, gli imprenditori in genere e gli amministratori di aziende hanno sempre dedicato notevole attenzione al tema del governo delle imprese. La progettazione delle strutture e dei meccanismi di governo ha assunto rilevanza quando tali persone hanno iniziato a condurre i loro affari attraverso entità legali dotate di personalità giuridica aumentando in modo enorme la sua criticità nel momento in cui le dimensioni delle imprese sono diventate grandi da costringere i proprietari del capitale di rischio a delegare l'attività di gestione a manager stipendiati.

Il dibattito sulla *corporate governance* si sviluppa negli anni novanta. Viene portato in primo piano da diversi fattori. Da un lato, a partire dalla seconda metà degli anni ottanta, assumono rilievo crescente fenomeni che mettono in discussione il modello anglosassone nella sua versione più ortodossa: l'ondata di ristrutturazioni, l'uso aggressivo della leva del debito, la crescente spregiudicatezza delle strategie aziendali con conseguenti clamorosi "fallimenti", l'attivismo degli investitori istituzionali<sup>2</sup>. Dall'altro lato invece, la globalizzazione dell'economia e della finanza che, rendono il confronto competitivo sempre più diretto tra sistemi-paese, nonché più immediata la ricerca dei fattori di differenziazione nei diversi modelli di governance.

La questione sulla *corporate governance* risulta importante per diversi motivi. Da una parte, si assume che essa costituisca una leva fondamentale della competitività delle aziende; rappresenti una chiave attraverso cui massimizzare l'efficienza della gestione e più in genera-

---

<sup>2</sup> Sull'argomento si veda G. AIROLDI, G. FORESTIERI, *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas Libri, Milano, 1998.

le per ottimizzare le performance. Dall'altra parte, dal modello di corporate governance dipende il livello di *accountability* delle aziende; dipende cioè l'ampiezza della responsabilità attribuita ai decisori aziendali e l'efficacia del controllo a cui sono sottoposti. Performance e *accountability* costituiscono fattori chiave dell'attrattività delle imprese per gli investitori.

Di seguito si presenta una breve sintesi storica di quelli che sono gli avvenimenti nonché i fenomeni che hanno spinto gli studiosi di varie discipline (gli economisti, gli aziendalisti, i giuristi ecc.), gli esponenti del mondo industriale e finanziario e gli uomini politici a interessarsi al tema della *corporate governance*.

### ▪ La nascita della public company

All'inizio del XIX secolo gli imprenditori conducevano i loro affari attraverso varie forme giuridiche alternative, nessuna delle quali consentiva la garanzia della responsabilità limitata per i debiti della società. In caso di insolvenza della società, ciò significava che i creditori potevano rivalersi sul patrimonio dei soci e dei loro familiari. L'impossibilità di avvalersi della responsabilità limitata per le obbligazioni della società limitava notevolmente l'interesse degli investitori a partecipare al capitale di rischio di imprese. In questo periodo, quindi, il ruolo di conferente di capitale e quello di amministrazione dell'impresa coincidevano nella figura del socio gestore o dell'imprenditore<sup>3</sup>.

La situazione cambia verso la metà del XIX secolo, quando l'ordinamento giuridico consente agli imprenditori di creare delle entità legali dotate di propria personalità. Si tratta di società che possono assumere la titolarità di diritti e di responsabilità legali che precedentemente erano attribuite solo alle persone fisiche, e che sono distinte e indipendenti da quelle degli azionisti che temporaneamente ne possiedono le quote di capitali di rischio. Tali società sono in grado di acquistare la proprietà dei beni, redigere contratti con terze parti, citare ed eventualmente essere citate in giudizio ed altre cose ancora.

Sono le società di capitali. La loro introduzione rappresenta un'innovazione giuridica di fondamentale importanza nella storia eco-

---

<sup>3</sup> Si consulti a riguardo A. ZATTONI, *Corporate governance*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006.