



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

**LA CORPORATE GOVERNANCE
E IL RISPARMIO GESTITO**



ASSOGESTIONI

Associazione del risparmio gestito

LA CORPORATE GOVERNANCE E IL RISPARMIO GESTITO



INDICE

INTRODUZIONE

Fabio Galli - Direttore Generale Assogestioni 5

CONSIDERAZIONI PRELIMINARI IN TEMA DI *CORPORATE GOVERNANCE* E RISPARMIO GESTITO

Mario Stella Richter jr - Università di Macerata e Assogestioni 7

L'INDIPENDENZA DEGLI AMMINISTRATORI

Piergaetano Marchetti - Università Commerciale "L. Bocconi" di Milano 17

L' "AMMINISTRATORE DI MINORANZA" E I SUOI CRITICI

Francesco Denozza - Università degli Studi di Milano 21

LA SGR COME SOCIO

Attilio Piero Ferrari - Arca Sgr SpA 27

LA *CORPORATE GOVERNANCE* E IL RISPARMIO GESTITO: LA PROSPETTIVA DEGLI EMITTENTI

Francesco U. Chiappetta - Telecom Italia SpA 29

RUOLO DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI E *LEAD INDEPENDENT DIRECTOR*

Guido Ferrarini - Università di Genova e *European Corporate Governance Institute* (ECGI) 35

GLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO

Marco Onado - Università Commerciale "L. Bocconi" di Milano 47

LA *GOVERNANCE* DEI FONDI PENSIONE

Marcello Messori - Università degli Studi di Roma "Tor Vergata" 55

LA PROSPETTIVA DELL'AZIONISTA DI CONTROLLO DELLA SOCIETÀ DI GESTIONE, LA BANCA CAPOGRUPPO E IL PROCESSO DI INDIPENDENZA

Stefano Preda - Politecnico di Milano 61

INTRODUZIONE

Fabio Galli

Direttore Generale Assogestioni

Questa pubblicazione, che raccoglie i contributi dei relatori intervenuti ad una tavola rotonda tenuta a Milano nel luglio dello scorso anno, rappresenta una testimonianza dell'ampio dibattito oggi esistente sul tema della *corporate governance*, tema che ha avuto e sempre più avrà un grande impatto sul nostro sistema economico. Assogestioni si è proposta con questa tavola rotonda di fare il punto circa quanto è stato realizzato in questi anni, per tentare poi di pianificare al meglio l'attività futura.

Mi sia qui concesso di rivendicare, a nome delle società di gestione italiane e dell'Associazione che le rappresenta, la capacità di essere una realtà in grado di portare innovazione nel settore. Con questo, non voglio sostenere che tutti gli obiettivi prefissati siano stati raggiunti, né che i risultati ottenuti siano stati sempre quelli più auspicati; tuttavia, ritengo ragionevole sostenere che già da diversi anni portiamo avanti l'impegno di innovare il sistema finanziario italiano, tradizionalmente arroccato su posizioni di conservazione.

Affronteremo in questo quaderno il tema della *corporate governance* sotto un duplice aspetto, giacché nella nostra attività non ci siamo limitati a guardare al nostro ruolo in quanto soci delle società che fanno appello al pubblico risparmio, ma abbiamo anche affrontato la questione della nostra responsabilità di essere i fiduciari di milioni di risparmiatori.

Nei paesi anglosassoni il primo ruolo, quello del socio, è svolto in maniera sostanziale solo dai fondi pensione, e soprattutto dai fondi pensione di matrice pubblica che hanno una sensibilità sociale e politica più forte. In Inghilterra il dibattito circa il ruolo di soci dei gestori istituzionali è più che mai aperto: esiste una tendenza molto forte da parte del governo attuale a spingere sia i fondi pensione sia i fondi comuni a giocare un ruolo ancor più attivo di quanto sia stato sino ad ora; nondimeno, ci sono tuttora molti dubbi su quanto sia corretto far gravare per legge sul sistema del risparmio gestito un onere che, invece, produce benefici diffusi.

Se ci soffermiamo a pensare ai numeri che caratterizzano l'Industria italiana della gestione, emerge che la massa di investimenti in azioni italiane è di poco superiore al 5%: noi siamo l'industria che diversifica di più sui mercati esteri, il che significa che anche la rilevanza degli emittenti domestici per i gestori potrebbe essere messa in discussione.

Tuttavia, come si diceva, non ci siamo limitati a discutere del nostro ruolo di soci, ma abbiamo affrontato la seconda questione, che è quella del nostro ruolo di agenti fiduciari dei risparmiatori italiani. A questo proposito non posso che sottolineare che l'Italia è l'unico Paese che ha avuto il coraggio di autoregolamentarsi: il coraggio, ma anche la capacità, perché non è facile trovare un punto di accordo su queste forme di autoregolamentazione in materia di indipendenza degli amministratori delle Sgr, anziché limitarsi all'indipendenza degli amministratori delle società quotate.

Dobbiamo tenere presente che negli Stati Uniti l'indipendenza degli amministratori dell'*investment company* è una questione di legge ed è aperta ad un dibattito molto serrato, che ha avuto delle ripercussioni anche di tipo giudiziario; il sistema delle *investment company* americane è estremamente critico riguardo al re-

cente approccio della SEC, che vorrebbe imporre una maggioranza di amministratori indipendenti e addirittura la presidenza delle società di gestione in capo ad un amministratore indipendente. Gli Stati Uniti sono, peraltro, l'unico Paese nel quale la figura dell'amministratore indipendente in capo alla società di gestione è prevista dalla normativa. In tutti gli altri Paesi la questione è considerata alla stregua di un "tabù": ma, mentre la Gran Bretagna ha una posizione più sostenibile, visto che afferma di avere società di gestione che non sono viziate dal rapporto di conflitto di interessi tipico del sistema di banca universale, questo certamente non è vero per tutti gli altri paesi dell'Europa continentale, come la Francia e la Germania, i quali tuttavia rifiutano di discutere la questione.

In questo senso, perciò, noi italiani abbiamo aperto una strada che ci aspettiamo venga presa in considerazione dal prossimo *whitepaper* della Commissione europea in materia di regolamentazione del risparmio gestito.

Ora, quali siano stati i benefici, quali le ragioni e quali i possibili passi futuri per quanto attiene al protocollo di autonomia, ebbene questi saranno alcuni degli spunti discussi nelle relazioni che seguono, ma in ogni caso siamo consci del fatto che, anche su quel fronte, abbiamo intrapreso un percorso di progresso e di innovazione.

CONSIDERAZIONI PRELIMINARI IN TEMA DI CORPORATE GOVERNANCE E RISPARMIO GESTITO

Mario Stella Richter jr

Università di Macerata e Assogestioni

Nella letteratura internazionale ha acquistato diffuso consenso l'idea che compito della *corporate governance* sia quello di trovare un efficiente contemperamento tra i diversi possibili interessi che fanno capo alla società, e cioè alle sue differenti componenti (*constituencies* o *stakeholders*, che dire si vogliono), interne ed esterne.

In particolare, i conflitti di interessi - con i correlativi problemi e costi di agenzia (dove per *agency problem* si intende in termini stipulativi e ampi ogni situazione in cui il benessere di una parte dipende dall'azione dell'altra svolta fiduciariamente nell'interesse della prima) - sono stati tipizzati in tre categorie:

- la prima racchiude i conflitti tra i "proprietari" della società (cioè i soci o, se vuoi, i *residual claimants*) e i suoi *managers*
- la seconda concerne i conflitti tra azionisti di maggioranza o di controllo e azionisti di minoranza;
- la terza comprende i conflitti di interessi tra la impresa sociale e le altre possibili "parti" con cui l'impresa viene in contatto: dipendenti, fornitori, creditori, comunità locale o addirittura, in certi casi estremi, comunità nazionale.

Si tratta di problemi a ben vedere tradizionali del diritto societario e il cui studio precede di quasi un secolo l'inizio del dibattito sulla *corporate governance*, il quale principia solo dagli anni '80 del secolo scorso. Essi sono stati per larghi tratti discussi e anche in certa misura (ma solo in certa misura) risolti indagando i temi (classici) dell'interesse sociale, della correlazione tra potere e responsabilità e dell'abuso (o eccesso) di potere.

Questo solo per dire che il dibattito è antico, anche se i problemi sono sempre attuali.

Nella prospettiva delle società di gestione del risparmio e dei fondi il problema della *corporate governance* rileva però anche sotto un altro profilo: gli investitori istituzionali, infatti, sono per un verso interessati alla buona *governance* delle società in cui investono, ma per altro verso - quello peculiare a queste realtà - devono essere interessati a ridurre se non anche eliminare i costi di agenzia che i sottoscrittori dei fondi (in veste di *principals*) subiscono per l'azione dei gestori dei medesimi fondi (in veste di *agents*). Per questo motivo il rilievo della *governance* nella prospettiva dell'investitore istituzionale è duplice: da un lato lo interessa la *corporate governance* in senso stretto, dall'altro lo tocca la *fund governance*.

Al centro del dibattito resta la figura dell'investitore istituzionale ora riguardato come *principal*, ora riguardato come *agent*.

Ciò premesso in termini generali, sembra necessario cominciare con lo specificare quali siano i conflitti di interessi e i problemi di agenzia in concreto più urgenti per gli investitori istituzionali che investano in società italiane quotate; perché è evidente come le diverse questioni di *corporate governance* debbano essere studiate e risolte non in astratto, ma in concreto e quindi con riferimento ai conflitti effettivamente presenti nelle specifiche realtà economiche e sociali.

In questo senso, i problemi che gli emittenti italiani pongono sono principal-

I problemi della
corporate governance

Corporate governance
e *fund governance*

I costi di agenzia
degli emittenti italiani

La imperfetta tutela degli investitori istituzionali fornita dal mercato dei controlli societari e in genere dalla risorsa dell'*exit*

mente di due specie, e ciò in ragione del loro assetto proprietario che è essenzialmente, e come noto, quello di società con un centro di controllo stabile (costituito da uno o più azionisti rilevanti, in questo secondo caso legati da rapporti familiari o da patti parasociali) e spesso con una rilevante componente di controllo pubblico (non deve infatti trascurarsi che più del 38% della capitalizzazione del MIB30 è costituita da società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato¹).

Ne discende, allora, che il primo e più grande problema è quello di contenere i comportamenti opportunistici (un tempo si sarebbe detto abusivi) del socio o dei soci di controllo, e quindi di ridurre l'appropriazione da parte di alcuni di ricchezza di tutti i soci.

Il secondo problema è quello di trovare un giusto temperamento tra l'interesse del socio pubblico, che potrebbe essere tentato di perseguire interessi esterni a quelli propri della società (per es. dei lavoratori, o in senso ancora più lato della comunità locale, dove l'impresa sociale opera, oppure nazionale, per esempio dei consumatori), e quello dei soci privati che intendono la partecipazione nella società come investimento.

Molto meno rilevante è all'atto pratico il problema - tradizionale invece per le *publicly-held corporations* - di contenimento dei costi di agenzia provocati dai *managers* in quanto tali.

Appena il caso di aggiungere che questi problemi si enfatizzano agli occhi di chi è destinato istituzionalmente a partecipare come socio di minoranza alle società quotate italiane.

La circostanza che ogni realtà societaria evidenzia problemi di *governance* suoi propri spiega, ammesso che ve ne sia bisogno, perché sia sbagliato pensare di copiare pedissequamente i modelli stranieri studiati per dare soprattutto risposta ai costi di agenzia propri delle *public companies* (o per meglio dire delle *publicly-held corporations*), senza tenere in conto le caratteristiche dell'assetto proprietario delle società quotate italiane².

Aggiungo incidentalmente che proprio la diffusa presenza in quasi tutte le compagnie sociali di uno o più stabili soci di controllo (pubblici o privati che siano) è la ragione per la quale non può pienamente operare quella tutela contro i comportamenti abusivi degli amministratori costituita dal mercato dei controlli societari.

Non essendo gran parte delle società italiane contendibili non è possibile che da noi si crei un mercato del controllo neanche tendenzialmente efficiente; e ciò anche a prescindere da alcuni altri intralci costituiti dall'aver legittimato tutta una serie di manovre difensive, e dal regime di diritto positivo delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie (per non parlare della azione amministrativa di alcune autorità di controllo).

Per l'azionista investitore resterebbe come prima e più agevole forma di tutela di fronte agli abusi del socio di controllo (sia privato sia pubblico, e quindi anche di fronte a forme non lucrative di destinazione dell'attività sociale) la normale strada indicata dalla *Wall Street Rule*, e cioè il disinvestimento.

La soluzione dell'*exit* è per la sua economicità, semplicità e immediatezza di certo quella *prima facie* più attraente. Tuttavia, si deve tenere in conto come pro-

¹ Le società controllate direttamente o indirettamente dal Tesoro capitalizzano circa 165 miliardi di euro, tutte le altre circa 266: il dato è alquanto significativo e non mi sembra che sia sempre tenuto in adeguato conto.

² Diffusamente G. ROSSI, *Le c.d. regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 6 ss., spec. p. 15 ss.

prio per gli investitori istituzionali essa sia, in tutta una serie di casi, la meno percorribile all'atto pratico.

Lo smobilizzo dell'investimento è una risposta che può andare bene per il piccolo risparmiatore, ma non per gli investitori istituzionali e ciò per una serie di ragioni concorrenti.

- Anzitutto per la ovvia ragione che la liquidità di un investimento è inversamente proporzionale alla sua entità.
- In secondo luogo perché, come è noto, una serie nutrita di gestioni sono in varia misura tenute, se non a replicare, almeno a non ignorare la composizione di determinati indici che comprendono i titoli in ipotesi da vendere.
- La terza e per me più significativa ragione discende dalla circostanza che alcuni problemi di *governance* sono comuni (seppure in diversa misura) a tutti gli emittenti italiani: in questi casi il disinvestimento non è più che mai la soluzione del problema dal momento che una larga realtà di patrimoni (i fondi azionari italiani, per esempio) sono comunque tenuti ad investire sui titoli di questo nostro mercato.

Soprattutto per questa ragione, ritengo che l'impegno della Associazione italiana del risparmio gestito sia importante per risolvere i problemi di *governance*, per così dire, strutturali degli emittenti italiani, e in questo senso si è principalmente sviluppata l'attività della Assogestioni sia nelle sue proposte di riforme statutarie³, sia nei suoi contributi alla redazione di raccomandazioni o codici di autodisciplina, sia infine nelle serie coordinate di interventi alle assemblee delle società per azioni italiane del MIB30.

Naturalmente si deve premettere che, rispetto ai problemi che sono strutturalmente tipici delle società quotate italiane e cioè quelli relativi agli abusi del socio di controllo e alla utilizzazione per fini pubblici della società (con socio di controllo pubblico), già l'ordinamento fornisce una prima serie di risposte a tutela dei soci di minoranza e specialmente dei soci di minoranza qualificata.

- Quanto al pericolo di una influenza del socio di controllo pubblico per il perseguimento di interessi istituzionali o addirittura extrasociali, si ricorda come l'art. 4 della legge n. 474 del 1994, imponendo il ricorso alla tecnica del voto di lista per la elezione del consiglio di amministrazione, abbia fornito quello che alla prova dei fatti si è rivelato un ottimo strumento per determinare in concreto l'interesse sociale da perseguire nelle società rinvenienti dalle dismissioni dello Stato e per controllare il suo perseguimento da parte degli organi delegati. Gli investitori istituzionali hanno così potuto contribuire attraverso la scelta di alcuni amministratori a controbilanciare il potere dello Stato quale azionista e quale titolare di poteri speciali (la c.d. *golden share*).
- Quanto al contenimento dei costi di agenzia derivanti da condotte abusive del socio di controllo, è invece più in generale il TUF a fornire un primo significativo presidio, imponendo, ancora una volta, l'adozione su base statutaria di tecniche elettorali in senso lato proporzionali onde assicurare la possibilità per le minoranze azionarie qualificate di eleggere uno o più sindaci (art. 148, comma 2, TUF), uno o più consiglieri di sorveglianza (art.

³ Cfr.: ASSOGESTIONI, *Una proposta di riforma statutaria del governo della società quotata*, del 1998 (la si legga, con una serie di commenti, nel *Quaderno di documentazione e ricerca* dell'Assogestioni n. 20); lettera del Presidente della Assogestioni alle società del Mib-30, del marzo 2003.

148, comma 4-*bis*, TUF), uno o più consiglieri di amministrazione nel caso di adozione del sistema monistico (art. 148, comma 4-*quater*, TUF).

In questa duplice prospettiva, l'Assogestioni ha nel corso dell'ultimo triennio innanzitutto controllato che le clausole statutarie imposte dalla legge si atteggiassero in concreto in modo da rendere effettiva la possibilità di eleggere esponenti delle minoranze, chiedendo che tanto il rapporto tra esponenti da trarsi dalla lista di maggioranza ed esponenti da trarsi dalla lista di minoranza, quanto la percentuale di partecipazione al capitale sociale necessaria per presentare una lista di voto fossero proporzionate al livello di capitalizzazione della società e alla composizione della sua compagine sociale. E qualche significativo risultato concreto in questo senso è stato già ottenuto.

Incoraggiare la *voice* attraverso soluzioni statutarie e autoregolamentari: in assemblea ...

Ovviamente, l'Assogestioni si è poi impegnata per incrementare e incoraggiare l'attivismo degli investitori istituzionali (la *voice*) e la conseguente tutela sul piano delle soluzioni non imposte dalla legge ma liberamente lasciate alla autonomia statutaria o alle pratiche delle società.

Per quanto concerne il funzionamento dell'organo assembleare, chiunque abbia un po' di pratica di assemblee deve convenire sul fatto che, purtroppo, le adunanze assembleari sono quasi completamente monopolizzate, con rare eccezioni, da pensionati, mitomani, esibizionisti, squalificati e impreparati ricattatori o altri ambigui personaggi. Si deve prendere così atto che l'assemblea dei soci di una società quotata non può che essere un organo di teatro dove normalmente si ratificano scelte prese altrove e, al più e solo nei momenti di contesa del controllo della società, il luogo ove si contano i voti; comunque non è mai un collegio dove si discutono e si prendono decisioni.

Ne discende che ciò che conta, nella prospettiva degli investitori istituzionali, è assicurare un regime in cui l'esercizio del diritto di voto sia quanto più possibile agevole sia per quanto attiene ai mezzi di espressione del voto (penso soprattutto alle tecniche di votazione a distanza) sia per quel che riguarda la integrazione degli indici di legittimazione (e in questo senso il modello probabilmente più efficiente resta quello della c.d. *record date*, per il quale si riscontra un deciso favore a livello comunitario).

(segue) ... e nel consiglio di amministrazione

Limitato il ruolo della riunione assembleare a quello di un procedimento auspicabilmente efficiente *per formalizzare* sul piano sociale e quindi con rilievo reale e non meramente obbligatorio, le decisioni del maggior numero possibile di soci interessati, ne deriva necessariamente una ulteriore accentuazione della centralità del ruolo dell'organo amministrativo, il quale nella società quotata si presuppone sempre come pluripersonale e quindi necessariamente collegiale (e ciò anzitutto per esigenze di migliore ponderazione, ma, come si vedrà, auspicabilmente anche di maggiore composizione delle decisioni).

Esso tuttavia, proprio in quanto organo collegiale, non può più svolgere la vera e propria attività di gestione dell'impresa sociale, la cui direzione deve essere, per risultare tempestiva ed efficiente, necessariamente delegata: nella normalità dei casi a un'unica persona o, al più, ad alcuni amministratori delegati o a un ristretto comitato esecutivo.

È dipoi opportuno che il vertice della vera e propria gerarchia dell'impresa societaria (il c.d. capo azienda) sieda nel consiglio di amministrazione: vedo infatti con sospetto quei consigli composti da soli amministratori non esecutivi, con il (capo azienda-)direttore generale estraneo agli stessi.

L'organo collegiale di amministrazione mantiene invece non meno importanti funzioni di indirizzo, supervisione e controllo (art. 2381, comma 3, cod. civ.).

E qui vorrei incidentalmente notare una certa convergenza su medesime attività di consiglio e collegio sindacale, oramai spogliato della funzione di revisione contabile; tanto che si è da taluno suggestivamente definito il sindaco come un consigliere di amministrazione senza diritto di voto (figura peraltro tecnicamente conosciuta al nostro ordinamento: alludo agli "amministratori senza diritto di voto" che possono essere nominati dallo Stato con decreto, in virtù del disposto dell'art. 2, comma 1, lett. d, della l. n. 474/1994, come modificato dal comma 227 dell'art. 4, della l. n. 350/2003, legge finanziaria per il 2004).

Se dunque l'efficiente e corretto funzionamento dell'organo amministrativo dipende largamente dall'appropriata dialettica che si instaura all'interno del collegio e soprattutto tra collegio e suoi delegati, ne discende che ai fini della buona *corporate governance* sono auspicabili almeno le seguenti pratiche.

- È anzitutto buona norma che l'organo amministrativo collegiale non sia pletorico: nutro perplessità sulla effettività dell'azione di consigli di amministrazione con più di quindici o addirittura venti membri e considero assolutamente normale che anche una grande società quotata sia amministrata da un consiglio di cinque, sette o nove componenti⁴. Il pericolo di un consiglio troppo ampio - di un *Mammutvorstand* - è soprattutto quello di rendere meno incisivo il contributo delle sue diverse componenti⁵; più sono gli amministratori più è reale la possibilità che i non esecutivi degradino a un ruolo meramente "decorativo". D'altra parte, mi sembra da evitare nel consiglio quel fenomeno, come si è detto, già realizzatosi nell'assemblea: e cioè la trasformazione del consesso in un *organo di teatro* dove ratificare scelte prese altrove.
- Ai fini del buon funzionamento del collegio è poi fondamentale il ruolo svolto dal suo presidente, che detta frequenza, tempi e contenuti delle riunioni, che assicura ampia e preventiva informazione sui temi da trattare e che naturalmente è dotato di incisivi poteri ordinatori sul funzionamento del consiglio. Per questa ragione esso dovrebbe assumere un ruolo sostanzialmente *super partes*, e per questa stessa ragione è da evitare la coincidenza nella medesima persona di funzioni esecutive e della carica di presidente del consiglio⁶. Sarebbe anche da noi auspicabile, in definitiva, che il presidente sia scelto tra gli amministratori dotati dei maggiori requisiti di indipendenza⁷.
- Certamente è anche utile che, sulle materie in cui più facilmente possono emergere costi di agenzia, il consiglio si avvalga in funzione di supervisione, controllo e consulenza di appositi *comitati* (non esecutivi) istituiti nel suo ambito.

⁴ V. quanto già scriveva C. VIVANTE, *Proposte per la riforma delle società anonime*, in *Foro it.*, 1935, IV, c. 1 ss., a c. 10: "Il numero dei membri dei due consigli" (di sorveglianza e di gestione, in sostanza) "è limitato tenendo conto del capitale. Si volle evitare l'abuso di troppi uomini decorativi, che sono spesso parassiti di molte società"; nonché cfr. P. MARCHETTI, *Corporate governance e disciplina societaria vigente*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 418 ss., a p. 420 s. (il quale criticando la istituzione di "pletorici consessi" ricorda che "nessuna norma impone un alto numero di consiglieri").

⁵ P. MARCHETTI (n.4), 420.

⁶ Cfr. spec. il *Combined code on corporate governance* britannico (luglio 2003), A.2.1.

⁷ Cfr. spec. il *Combined code on corporate governance*, cit., A.2.2.

Naturalmente, l'effettività del contributo di tali comitati dipende largamente da come in concreto operano e soprattutto da chi sono composti. Per questa ragione, nelle sue analisi sul grado di attuazione del codice di autodisciplina da parte delle società del MIB30 (poi negli ultimi due anni culminato nel suo intervento assembleare), l'Assogestioni ha posto particolare attenzione al tema del funzionamento e della composizione dei comitati, chiedendo che essi fossero effettivamente composti di amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti, che essi fossero comunque coordinati da un amministratore indipendente possibilmente di minoranza, che essi si riunissero con frequenza e in ogni caso senza la presenza di altri amministratori.

Le più rilevanti aree di criticità si riscontrano in effetti in materia di funzionamento e composizione dei comitati per le remunerazioni, spesso presidiati da amministratori esecutivi e comunque non indipendenti. Ed è appena il caso di rilevare come proprio attraverso la remunerazione degli amministratori esecutivi o comunque investiti di particolari cariche si compiano nel nostro sistema tra le più discutibili operazioni di appropriazione di beni sociali da parte del socio di controllo.

- Il riferimento alla composizione dei comitati rende poi necessaria qualche considerazione sulla composizione dell'intero consiglio e in particolare della sua componente non esecutiva.

Spiace anzitutto osservare come quasi mai negli statuti vengano dettate prescrizioni ulteriori sui requisiti degli amministratori: la norma dell'art. 2387 cod. civ. è in effetti rimasta lettera morta. Eppure sarebbe senz'altro segno di serietà fissare statutariamente, magari attraverso il rinvio a codici di autodisciplina, determinate qualificazioni come necessarie, cosicché il loro venire meno si tradurrebbe in una causa di decadenza dell'amministratore (ex art. 2382 cod. civ.).

Non mi sembra che neanche sul requisito della *professionalità* (che non è necessaria solo in capo agli esecutivi, ma anche - seppure in termini diversi - ai non esecutivi, e che in teoria dovrebbe interessare tutte le *constituencies*) si tenda a prestare soverchia attenzione: eppure bisognerebbe diffidare, per esempio, di consigli composti per un terzo o anche più di membri della stessa famiglia o di quegli amministratori che svolgono analoghe funzioni in un'altra dozzina di società; non vedo infatti, salve le solite rare eccezioni, quale contributo di maggiore ponderazione costoro possano portare all'interno del collegio.

Non posso infine esimermi da qualche ulteriore osservazione sul requisito della *indipendenza* al centro dei più accesi dibattiti.

Si conviene che ai fini dei discorsi sulla *corporate governance* la valutazione del requisito della indipendenza non può tradursi in un apprezzamento dell'indole della persona dell'amministratore e dunque, in sostanza, in una sua qualità caratteriale e soggettiva⁸. Esso piuttosto deve essere valutato in relazione a criteri obiettivi; di qui l'inevitabile conclusione - a mio avviso ancora troppo spesso trascurata - che il requisito o carattere della indipendenza non può essere considerato in astratto e soprattutto che non è possibile pensare ad una nozione unitaria di indipendenza.

Molti degli equivoci che sono sorti in merito alla figura degli amministratori

⁸ Cfr. *Nota commento* all'art. 1, comma 3, del Codice di autodisciplina delle società quotate. E v. anche, tra gli altri, F. GRANDE STEVENS, *Il codice di autoregolamentazione delle società quotate*, in Circolare ABI n. 24 del 23 luglio 2003, p. 38.

eletti da minoranze azionarie, i quali secondo i loro critici non sarebbero "indipendenti"⁹, nascono a mio modo di vedere da una concezione monolitica della indipendenza¹⁰.

Il requisito della "indipendenza" di una componente del consiglio di amministrazione può essere utile se esso sia di volta in volta pensato e parametrato al tipo di costo di agenzia che si intende contenere; il che è d'altronde, come si è detto, il contenuto proprio della *corporate governance*.

Se, in una vera *publicly-held corporation*, si intendono contenere i comportamenti opportunistici dei *managers* (non soci), allora l'indipendenza da ricercare sarà quella degli amministratori non esecutivi e quindi tipicamente quella propria degli *outside directors* nord-americani: indipendenza dunque rispetto agli amministratori esecutivi e alle risorse da questi gestite¹¹.

Se, viceversa, si intendono contenere i rischi di decisioni prese ai danni dei soci di minoranza dagli amministratori espressione di una maggioranza preconstituita di soci di controllo, allora l'indipendenza rilevante non può che essere quella dall'influenza del legame con il socio o i soci di maggioranza o di controllo. Naturalmente un problema di questo tipo non si pone che in presenza di una società a proprietà concentrata. Il che è quanto appunto tipicamente avviene in Italia.

Per questa ragione nel sistema italiano l'amministratore "indipendente" per antonomasia è quello nominato dalle minoranze¹².

In ogni caso, per evitare che almeno gli amministratori nominati da liste presentate dalle società di gestione del risparmio possano essere manchevoli dei requisiti di professionalità e indipendenza, l'Assogestioni ha promosso nell'ambito dei lavori del suo Comitato per la *corporate governance* la redazione di una serie di principi piuttosto rigorosi e stringenti, i quali informano la scelta delle personalità da eleggere alle cariche sociali.

Ricordo infine come la elezione del consiglio di amministrazione con tecniche proporzionali (voto di lista, voto cumulativo, voto limitato, ecc.) non sarebbe una

⁹ Si veda P. MARCHETTI *Corporate governance e disciplina societaria vigente*, cit., p. 421 (che definisce il tema del voto di lista " *assai spesso di sapore populistico* "); P. MARCHETTI-P.G. JAEGER, *Corporate governance*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 625 ss., a p. 635 ("è irragionevole immettere nell'organo di governo della società soggetti che rappresentano gli azionisti di minoranza; così come non sarebbe accettabile dare il benvenuto a membri dell'opposizione nel governo di uno Stato (tranne in periodi di eccezionali calamità nazionali)"; R. WEIGMANN, *Il buon governo delle società bancarie*, in *Banca Impresa Società*, 1998, p. 19 ss., a nt. 4 di p. 24 (per un cenno); M. BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, dattil. in corso di pubblicazione in *Riv. soc.*; A. SIRONI, *sub art. 2387*, in *Commentario della riforma delle società*, a cura di P. Marchetti e altri, Milano, 2005, p. 284 s. (che tuttavia concede che "la fissazione di requisiti di indipendenza nel sistema italiano deve ... avere come filo conduttore la finalità di controllo delle decisioni o dell'operato dell'azionista dominante (o dei suoi rappresentanti)").

¹⁰ Sul punto cfr. da ultimo più diffusamente le penetranti considerazioni di F. DENOZZA, *L'"amministratore di minoranza" e i suoi critici*, in questo stesso Quaderno, p. 22 ss.; ID., *I requisiti di indipendenza* (dattiloscritto, 2005).

¹¹ Per cui vedi l'interessante caso Oracle deciso dalla Court of Chancery del Delaware il 13 giugno 2003: *In re Oracle Corp. Derivative Litig.*, 824 A.2d 917 (Del. Ch. 2003).

¹² Cfr. G. PRESTI-F.F. MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *AGE* n. 1/2003, p. 95 ss., spec. a p. 111 ss.; F. VELLA, *Nuove regole di corporate governance e tutela degli investitori*, in *Banca Impresa Società*, 2004, p. 463 ss.; N. RONDINONE, *Sui principi della riforma in materia di composizione e ripartizione delle competenze nell'organo amministrativo delle società per azioni*, in ASSOCIAZIONE PREITE, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, p. 177 ss., spec. a p. 182 ss.; L. SPAVENTA, *Tutela del risparmio. Il lento cammino del legislatore*, dattiloscritto (2005); M. STELLA RICHTER, *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca Impresa Società*, 2005, 163 ss.; F. DENOZZA, *L'"amministratore di minoranza"*, cit.; ID., *I requisiti*, cit.

particolarità solo del nostro sistema:

- il voto cumulativo è ancora obbligatorio (dopo esserlo stato in quasi tutte) in sei legislazioni societarie degli Stati Uniti¹³ (mentre quarantaquattro lo consentono, e uno lo vieta: il Massachusetts)¹⁴;
- il *cumulative voting* è obbligatorio nelle società non quotate che abbiano la loro sede o loro principale luogo di affari in California e questo in ragione del fatto che esse sicuramente non sono *publicly-held corporations*¹⁵;
- un sistema di elezione proporzionale dell'organo amministrativo è obbligatorio per la legge societaria russa - ampiamente influenzata nella sua redazione da alcuni studiosi nordamericani di diritto societario e di *corporate governance* - per tutte le società per azioni con più di mille soci (art. 66);
- il voto cumulativo è inoltre considerato da una significativa parte della dottrina nord-americana come altamente auspicabile al fine di consentire un effettivo attivismo degli investitori istituzionali¹⁶.

Ma, al di là delle suggestioni comparatistiche, a me sembra che la proposta di Assogestioni - e cioè quella di una adozione volontaria del voto di lista negli statuti delle maggiori società italiane (proposta già seguita da alcuni tra gli emittenti più sensibili alle ragioni del mercato) - si giustifichi: da un lato, come già detto, alla luce della considerazione del tipico assetto proprietario delle società italiane; dall'altro, dalla constatazione che nella grande società quotata (talora con milioni di soci) convergono interessi sociali (e cioè dei soci) così variati da rendere imprescindibile un momento di composizione degli stessi a livello di organo di indirizzo. In questo senso, il consiglio di amministrazione dovrà svolgere una funzione di composizione degli interessi sociali, prima ancora che di ponderazione dell'interesse sociale.

In apertura si accennò alla circostanza che molti dei problemi che oggi si dicono di *corporate governance* si ricollegano al dibattito tradizionale sull'*interesse sociale*.

A questo proposito vorrei chiudere notando come lo slogan dello *shareholder's value*, che tanto successo ha riscosso e continua a riscuotere, sia solo una approssimazione alla soluzione del problema, dal momento che affermare che l'interesse sociale sia quello di produrre valore per l'azionista non significa affatto determinare modalità e soprattutto tempistica per la produzione di tale valore.

La sensazione è che all'atto pratico in Italia sia i gruppi di controllo privati, sia i soci pubblici, sia gli investitori istituzionali nei fatti tendono a spingere gli amministratori verso una concezione dell'interesse sociale, che se non di breve periodo, certamente direi di non lungo e cioè, per essere più espliciti, una concezione che privilegia gli aspetti finanziari della attività di impresa rispetto a quelli prettamente industriali. Ciò non può all'evidenza che preoccupare, e dovrebbe preoccupare anche chi voglia in ogni caso rimanere lontano da istituzionalismi vecchi e nuovi.

¹³ Sono l'Arizona, il Kentucky, il Nebraska, il North Dakota, il South Dakota e la West Virginia.

¹⁴ Cfr. J. GORDON, *Institutions as Relational Investors: a New Look at Cumulative Voting*, in 94 *Columbia Law Review* (1994), p. 124 ss., a p. 145 s.

¹⁵ Cfr. le §§ 301.5 e 708 del California Corporations Code; e v. pure R. CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986, 361 ss.

¹⁶ Cfr. soprattutto J. GORDON, *Institutions as Relational Investors: a New Look at Cumulative Voting*, in 94 *Columbia Law Review* (1994), p. 124 ss.; B. BLACK, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, in 39 *UCLA Law Review* (1992), p. 811 ss.; R. GILSON-R. KRAKMAN, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in 43 *Stanford Law Review* (1990), 863 ss.

Mi chiedo allora se forse non si possa recuperare una funzione comune a tutti gli amministratori indipendenti, tanto di maggioranza quanto di minoranza, tanto di società pubbliche quanto di società private: quella appunto di tutelare l'interesse della società a mantenere i giusti livelli di investimento e ricerca nella sua attività industriale fondamentale (c.d. core business) per potere consentire alla grande impresa di competere con successo, non solo nel breve periodo, sui suoi mercati di riferimento.

L'INDIPENDENZA DEGLI AMMINISTRATORI

Piergaetano Marchetti

Università Commerciale "L. Bocconi" di Milano

Ritengo che la conclusione del contributo di Mario Stella Richter tradisca in realtà un disagio: quello di chi si affatica a ricercare formule, schemi, barocche costruzioni, teologiche distinzioni sulle tipologie di amministratori e sui tanti modi di intendere l'indipendenza, in un sistema che poi vede la sua struttura economico-produttiva in ginocchio; in un Paese, appunto, in cui a furia di *slogan* le logiche meramente finanziarie e di breve periodo assurgono a emblemi di vivacità economica e del corretto funzionamento del mercato.

Detto questo, vorrei anzitutto ricordare il lungo cammino del concetto di indipendenza degli amministratori. Un cammino che comincia in sede di autoregolamentazione, che poi si insinua nelle pieghe della normativa, quasi secondaria, delle regole di quotazione e che quindi si introduce in ordine sparso e con diversa geometria nel sistema legislativo (là dove si fissano i requisiti per il comitato di controllo nel sistema monistico, e là dove si fa riferimento alla possibilità che lo statuto lo richiami per farne un requisito, magari attraverso il rinvio a codici di comportamento), fino a tornare alla normativa secondaria in materia di intermediazione finanziaria dove si prevede la necessità di requisiti di indipendenza da fissare in via regolamentare.

In definitiva, un cammino indubbiamente significativo, che ha avuto in alcuni momenti di autodisciplina e in altre occasioni comunque volontarie, come quella dell'azione svolta da Assogestioni, degli stimoli molto importanti; perché se noi disegnamo questo percorso, vediamo come il gioco fra autodisciplina e iniziative di associazioni come Assogestioni abbia avuto una forza propulsiva notevole in questo cammino. Il che deve fare riflettere sulla sufficienza con la quale taluno, in veste istituzionale, giudicava ai suoi tempi con sufficienza il codice Preda, perché, tutto sommato, mi sembra che in realtà il peso sia stato notevole e una serie di idee siano avanzate con una certa forza.

Ciò detto, credo che dobbiamo fare uno sforzo di grande sincerità e chiederci se il modello di *governance*, caratterizzato dalla presenza di amministratori indipendenti, è un qualcosa che ormai ha toccato il suo punto di maggior fortuna ed è ora in fase di riflusso.

Io credo che non sia affatto in una fase di riflusso e che sia un'idea tuttora in fase propulsiva, anche se è inevitabile pagare il prezzo ad un rito tipico di società e di organizzazioni decadenti o in decadenza a una moda. Ogni corte ha avuto i suoi giullari e ogni signore ha avuto il suo satiro di corte che gli diceva le verità spiacevoli, e dobbiamo interrogarci se gli amministratori indipendenti oggettivamente, al di là di ogni buona intenzione, non finiscano per svolgere questo ruolo.

Credo che su questo profilo sia piuttosto interessante uno spunto fornitoci da uno scritto recente di Mario Stella Richter, dove ci si chiede se il dichiarare indipendente o il dichiararsi indipendente, senza esserlo, non integri una fattispecie che in qualche modo potrebbe avvicinarsi alle false comunicazioni sociali o comunque ad altre tipologie di reato. Richiamo qui questo concetto perché si tratta, al di là della fondatezza della singola opinione, di un richiamo ad una certa serietà, di un ri-

1.

2.

3.

chiamo a non dare segni mistificatori al mercato e che, sotto questo profilo, ho personalmente molto apprezzato.

4.

In realtà nel nostro Paese è in corso un ampio dibattito sull'utilità degli amministratori indipendenti, con il dilemma amministratori indipendenti *versus* amministratori di minoranza.

Si dice che l'amministratore indipendente (o non esecutivo) sia figlio di sistemi ad azionariato diffuso e non un modello proprio di sistemi a struttura concentrata come il nostro. Nel nostro Paese l'amministratore indipendente, in un contesto di azionariato concentrato, rischia inevitabilmente di essere *captive* o scarsamente incisivo; quindi, meglio sarebbe puntare sull'amministratore di minoranza, di regola non indipendente, in quanto portatore di un interesse di determinate minoranze. Tanto è vero, ripeto, che negli ultimi scritti, articoli e dibattiti nel nostro Paese si giunge a contrapporre i due modelli, anche se poi nella realtà la proposta sul tappeto (e la stessa proposta di Assogestioni) è una posizione eclettica: sì agli amministratori di minoranza, ma sì anche ad amministratori indipendenti, il cui profilo però è tutto calibrato in funzione della distanza rispetto al socio di controllo (e all'universo del socio di controllo), cosa che non è propriamente il tipico requisito della raccomandazione dell'Unione europea.

Se noi quindi volessimo ricostruire una visione un po' dottrinale e sistematica del problema, credo che quella oggi sul tappeto, nel nostro Paese (e non solo nel nostro Paese), sia una soluzione di tipo compromissorio ed eclettico, la quale cerca di sposare da una parte la logica dell'indipendenza, dall'altra la logica della contrapposizione degli interessi rappresentati o del contropotere a livello di gestione come sistema di *governance*.

Questo oggettivamente mi sembra sia lo stato della questione, da cui emerge una sfiducia di fondo sul solo meccanismo degli amministratori indipendenti, almeno nel senso tradizionale in cui venivano intesi e cioè come *non executive*, atti a ridurre i costi di agenzia dei manager.

A questo punto il problema diventa sempre più quello dell'efficienza ed efficacia del ruolo degli amministratori indipendenti.

Per fare ciò si opera su più piani: sia dal lato della selezione, con una efficace *disclosure* dei criteri di nomina e di verifica, sia da quello dei requisiti in capo ai singoli amministratori, che si vanno posizionando sempre più come distanza dai soci di controllo o dal gruppo di controllo.

A proposito dei criteri di verifica c'è inoltre un nodo irrisolto, che riguarda la periodica verifica della sussistenza e del mantenimento dei requisiti di indipendenza, di cui dovrebbero essere rese note al mercato le conclusioni. Resta qui aperta la questione relativa alle motivazioni, che sembrerebbero in generale essere un *private issue*, una questione interna da non rivelare al mercato.

Tuttavia, mi sembra che si debba dare la massima importanza alla *disclosure* della sussistenza del requisito dell'indipendenza, a maggior ragione nel momento in cui si ritiene che non vi sia opportunità e non sia opportuno dare dei criteri tassativi inderogabili, ma si opti per adottare principi generali e presunzioni vincibili di indipendenza (o non indipendenza); proprio nel momento in cui si adotta questa tecnica, per definire l'indipendenza, diventa fondamentale la *disclosure*, ma se essa è zoppa, semireticente, loquace all'interno ma reticente all'esterno, c'è forse qualcosa che nel meccanismo non funziona a dovere.

Inoltre, sempre sul piano della *disclosure* si dovrebbero promuovere delle in-

dagini quantitative, delle indagini empiriche (che non possono riguardare il numero dei consiglieri indipendenti) che inevitabilmente andrebbero a toccare temi delicati, come il numero degli infortuni capitati e delle sanzioni irrogate per inadempimenti dai vari organi amministrativi, l'andamento della società, eccetera.

Ritengo che qualche indagine empirica dovrebbe essere assolutamente compiuta e, nel caso non fosse possibile compiere delle indagini sul terreno, ovvero riuscire a capire se il controllo da parte del mercato sull'esistenza e sulla credibilità del ruolo degli indipendenti sia in qualche modo rilevabile, c'è allora da chiedersi se questo sia un meccanismo realmente utile o piuttosto un metodo atto a tranquillizzarci "a buon mercato"; credo, infine, che il ruolo e la funzione degli amministratori indipendenti, anche nella versione riveduta e corretta per i sistemi ad azionariato concentrato e non ad azionariato diffuso, non possano prescindere da una riflessione più sostanziale e meno formale sulla concreta modalità di funzionamento dei singoli.

Se non è possibile venire a sapere quanti "no" sono stati espressi a causa della presenza dei consiglieri indipendenti ("no" che non corrispondono necessariamente ad un voto contrario in consiglio, ma che possono voler indicare progetti abortiti, non portati avanti o una forma di autocensura degli esecutivi a realizzare determinati progetti), se non si riesce a capire il ruolo effettivo che in una società ha effettivamente un sistema di amministrazione composto anche di indipendenti, ebbene allora ci troviamo nel campo del rito, della messa, che tanti teorizzano come aspetti importanti perché tanto più è presente il mistero, tanto più si cementa la fede.

Se si crede nel ruolo del consigliere indipendente, si deve fare un passo avanti rispetto a questo sistema un po' barocco nelle definizioni; se si vuole superare questa teologia e questa casistica non solo bisogna muoversi nelle riflessioni di cui dicevo (e qualche società lo ha fatto), ma bisogna spingersi molto più in là, cioè avere una rappresentanza molto numerosa di indipendenti, avere un'organizzazione, un portavoce degli amministratori indipendenti, avere momenti di reale dialettica e un budget a disposizione degli indipendenti per chiedere opinioni, e tutto questo con *disclosure*.

Il rischio, altrimenti, è quello di cadere nel ridicolo, come è a mio parere ridicolo il testo del disegno di legge sulla tutela del risparmio, nella parte in cui prevede che nei consigli di amministrazione vi debba essere almeno un consigliere indipendente. Chi nega infatti un amministratore indipendente in consigli molto numerosi? Costa pochissimo e non fa nessun danno.

Dobbiamo fare uno sforzo per colmare un divario fra costituzioni sostanziali, costituzioni materiali e costituzioni meramente formali. Non basta l'inserimento di indipendenti: gli indipendenti devono essere inclusi in un circuito ben più corposo e sostanzioso. Questo tra l'altro porta a riflettere sui sistemi alternativi di amministrazione: le grosse società italiane di fatto funzionano con un sistema dualistico, con il capo-azienda e le sue prime linee che si riuniscono settimanalmente, ogni quindici giorni, su temi speciali eccetera, e che sono il reale cuore decisionale, rispetto al quale il consiglio di amministrazione, in realtà, svolge al più una funzione di sorveglianza, di raccordo e di input a livello di piani generali. Ma tale sistema, che nella sostanza è dualistico, non funziona con le norme del sistema dualistico, bensì funziona in modo che il cuore decisionale dell'impresa sia in un'altra sede rispetto al consiglio di amministrazione: in tale situazione difficilmente il sistema può funzionare, anche se con qualche volonteroso indipendente.

6.

7.

L' "AMMINISTRATORE DI MINORANZA" E I SUOI CRITICI

Francesco Denozza

Università degli Studi di Milano

La presenza di consiglieri indipendenti nelle società quotate è attualmente considerata un fatto altamente raccomandabile in tutte le principali sedi internazionali¹. Basti ricordare che i *listing standards* del NYSE e del NASDAQ richiedono, sia pure con qualche eccezione, che le società quotate abbiano una maggioranza di consiglieri indipendenti² e che il considerando n. 7 della raccomandazione adottata dalla Commissione Europea il 6 ottobre 2004 solennemente proclama che la presenza di consiglieri indipendenti in grado di mettere in discussione le decisioni dei *manager* è diffusamente considerata un mezzo per proteggere gli interessi degli azionisti e degli altri *stakeholders*.

Il fatto è, però, che per ogni società esistono milioni di persone potenzialmente qualificabili come consiglieri indipendenti. Di fronte a questa massa di potenziali candidati il problema è: come possiamo assicurare una selezione ottimale e come possiamo fornire agli eletti i giusti incentivi?³ Qui si inquadra il problema degli amministratori nominati dalla minoranza. Ed è problema tanto più grave in quanto l'esperienza sta dimostrando quanto sia difficile garantire la presenza di amministratori indipendenti semplicemente moltiplicando i requisiti che un soggetto deve possedere per essere qualificato tale. Lasciando pur perdere le penose vicende di casa nostra, dove comunque questi requisiti sono mantenuti nella più assoluta e voluta vaghezza, e limitando l'osservazione a quanto succede altrove, credo che le recenti polemiche insorte sulla reale indipendenza dei consiglieri di Morgan Stanley o di AIG⁴ la dicano comunque lunga sulla effettiva possibilità di impedire ai controllati di scegliersi controllori a loro in un modo o nell'altro collegati.

Questa osservazione ci conduce a chiarire subito un punto rilevante. Non ci troviamo qui a discutere del problema dei consiglieri di minoranza solo perché il nostro potenziale legislatore ha progettato di rendere obbligatorio il voto di lista

Consiglieri indipendenti
e consiglieri nominati
dalla minoranza

¹ Quando si parla di consiglieri indipendenti viene spesso evocato il problema delle qualifiche che devono possedere e della definizione dei soggetti da cui devono essere indipendenti. Ci si chiede così se si richieda l'indipendenza verso i soci, verso gli amministratori, verso l'ambiente, verso il proprio super-ego, ecc. Credo che al di là di tante specificazioni, la cui articolazione può rivelarsi effettivamente complicata (v. lo sforzo di raccolta di documentazione e di elaborazione compiuto da NEDCOMMUNITY, *L'amministratore indipendente*, working paper 1, e *L'amministratore indipendente. Principi Guida*, consultabile presso www.nedcommunity.com), tutti intuiscono che l'indipendenza che conta, in prima battuta, è quella nei confronti di chi esercita il potere all'interno della società, chiunque esso sia. Posto che nelle società italiane il problema principale è normalmente quello degli abusi commessi nell'interesse del socio o dei soci di controllo (così STELLA RICHTER JR, *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, relazione alla giornata di studio su "Controlli sulla gestione societaria e tutela del risparmio", marzo 2005), l'indipendenza che deve essere cercata non è una utopistica indipendenza nei confronti di chiunque, ma quella nei confronti del socio di maggioranza, che è in grado di commettere o far commettere abusi.

² V. da ultimo *Developments in the law-Corporation and Society*, in *Harv.L.Rev.*, 2004 (p. 2169, a p. 2187 ss.).

³ Questa caustica impostazione del problema, che fa giustizia di tante improduttive contrapposizioni tra amministratori indipendenti e amministratori di minoranza, in L. BEBCHUK, *Symposium on Corporate Elctions*, J.M. Olin Center for Law, Economics and Business, Harvard, Discussion paper n.448, scaricabile presso SSRN Electronic paper collection, p.13.

⁴ Sul caso AIG vedi KIRCHGAESSNER-KELLEHER, *Greenberg donated millions of dollars to organisations headed by AIG directors*, *Financial Times*, 11 aprile 2005.

Le funzioni del consiglio e il ruolo del consigliere nominato dalla minoranza

nell'elezione dei consigli di tutte le società quotate. Contrariamente a quello che alcuni credono, o vogliono far credere, non si tratta dell'ennesima presunta bizzarra delle patrie Autorità. Si tratta al contrario di un serissimo problema che si pone nei vari ordinamenti in modi inevitabilmente diversi, ma che in tutti solleva analoghe questioni di fondo. Nel dibattito suscitato negli Stati Uniti dalla proposta della SEC (ora, a quanto sembra, accantonata) di rivedere le regole in materia di elezione dei consigli delle società quotate, sono stati evocati argomenti in gran parte simili a quelli comparsi nel dibattito nostrano, ed è stato persino agitato lo spettro di quella che, con efficace espressione, è stata definita la balcanizzazione dei consigli di amministrazione⁵.

Per discutere correttamente del tema dei consiglieri di minoranza occorre aver preventivamente chiarito quali sono le caratteristiche dell'organo di cui il consigliere di minoranza è una componente. È evidente infatti che il problema si pone molto diversamente secondo che si immagini di inserire consiglieri di minoranza in quella specie di monolite onnisciente e onnipotente che era (nell'interpretazione della nostra giurisprudenza) l'organo amministrativo creato dal legislatore del secolo scorso, in un consiglio immaginato come un gruppetto di litigiosi potentati, secondo l'immagine evocata dalla c.d. balcanizzazione, o in un organo avente altre e diverse caratteristiche.

Come per molti istituti del diritto societario, ma qui forse più ancora che altrove, le caratteristiche rilevanti vanno identificate intrecciando adeguatamente il piano strutturale con quello normativo. Cominciando da quest'ultimo piano, è evidente che l'organo amministrativo prodotto dalla riforma è molto diverso da quello preesistente. Forse è troppo presto per fare precise sintesi delle molteplici differenze che sono state introdotte rispetto al passato. Esistono tuttavia alcune peculiarità del nuovo organo che sono facilmente identificabili. Vorrei segnalarne almeno due, e entrambe rilevanti per il nostro tema. La prima è costituita dall'attenzione prestata alle molteplici funzioni svolte dall'organo amministrativo, e dalla formalizzazione, in presenza di organi amministrativi sufficientemente articolati, dei diversi momenti di svolgimento delle varie funzioni. Dopo la riforma possiamo avere organi amministrativi ristretti o anche unipersonali, in cui lo svolgimento delle diverse funzioni non è formalizzato, e che somigliano ancora al vecchio monolite, ma possiamo avere anche organi amministrativi in cui le funzioni di gestione corrente, di elaborazione di strategie e di controllo sul funzionamento dell'impresa, sono opportunamente articolate con formale disciplina dei reciproci rapporti. In consigli di amministrazione di questo genere - e questa è la seconda novità che volevo segnalare - i poteri del singolo consigliere, non investito di particolari cariche, risultano fortemente ridimensionati e certamente non si estendono più fino a comprendere, come prima si riteneva, un potere di informazione e di controllo illimitato (i famosi atti di ispezione individuali del singolo amministratore).

Anche qui possiamo chiederci se questa scelta del nostro legislatore rappresenta una stravaganza o se essa corrisponde ad una tendenza motivata da fattori oggettivi, corrispondenti alle modalità di funzionamento delle attuali società per azioni. Una recente sintesi delle funzioni comunemente attribuite ai *boards* americani ci informa che esse si sostanziano nella scelta del CEO e nella determinazione del suo compenso, nella sorveglianza sulla gestione e nel contributo all'elaborazione delle strategie. La stessa sintesi ci informa altresì che la funzione di monito-

⁵ V. gli atti del convegno citati alla nota (3).

raggio sulla performance e sulla integrità dei *manager* è diventata progressivamente l'attività principale, e che ad essa si è affiancata l'attività di "negoiazione" in caso di transazioni in cui i *manager* sono in conflitto di interessi⁶.

Io credo che queste pur brevi osservazioni ci consentano di chiarire un punto: in un consiglio di amministrazione così costituito c'è ampio spazio per lo svolgimento di ruoli diversi, e per evitare che la presenza di amministratori di diversa provenienza si traduca necessariamente in uno scontro tra diversi potentati. La contrapposizione, da alcuni tentata, tra collegio sindacale (organo di controllo in cui le minoranze sono benvenute) e il consiglio (organo di gestione in cui sarebbero fattore di potenziale disturbo), è inaccettabile proprio perché basata su una idea anacronistica delle funzioni del consiglio⁷. Che in presenza (come è normale nelle società quotate) di organi delegati spetti al consiglio una distinta attività di sorveglianza e di controllo della regolarità della gestione mi sembra oggi indiscutibile. Altrettanto indiscutibile mi sembra il contributo che l'amministratore di minoranza può dare al miglior svolgimento di questa attività⁸.

Chiarita l'esistenza di uno spazio teoricamente più che dignitoso che i consiglieri di minoranza potrebbero occupare, resta ovviamente da vedere se in pratica sia opportuno che debbano essere proprio loro ad occuparlo. Qui incontriamo diverse serie di problemi. Una prima serie è connessa con le specificità della situazione strutturale delle società italiane. Ci si può chiedere se ubriacati dalle belle parole e dai buoni propositi assorbiti nella lettura del dibattito internazionale, non si corra il rischio di diventare ciechi di fronte ad una realtà che così poco corrisponde a quella a tali dibattiti sottesa. Eccoci per l'ennesima volta di fronte all'angoscioso problema della specificità del caso italiano. Il bel consiglio polifunzionale che abbiamo in precedenza descritto, cosa ha a che fare con i consigli delle nostre società, espressione, per lo più, non di un management che si autoperpetua, ma di un solido blocco di azionisti di comando? Certo, in questa situazione è ben difficile pensare che la scelta del CEO sia affidata ad una maggioranza di amministratori realmente indipendenti e forse è anche difficile pensare che questa maggioranza di indipendenti possa elaborare le strategie della società. Non vedo invece ragioni per le quali chi gestisce imprese messe in piedi con denari che sono anche (talora in gran parte) di altri, non debba accettare che questi altri possano contribuire a scegliere coloro che avranno il compito di monitorare il modo in cui i loro soldi sono utilizzati.

Residuano allora le obiezioni più spicciole, come quella che paventa l'ingresso in consiglio di un messo del concorrente⁹. A parte quanto si è già detto sui limiti dei

L'amministratore indipendente si addice alle società italiane?

⁶ V. il lavoro citato alla nota (2).

⁷ Ed è strano che questa contrapposizione trovi eco persino nel pensiero di uno dei più attenti e sensibili studiosi del funzionamento dell'organo amministrativo: v. BONELLI, *Ecco perché non può funzionare l'amministratore di minoranza*, MF, 13 aprile 2005, p. 13; ma v. anche dello stesso autore, tra i suoi numerosi contributi in materia, *Responsabilità degli amministratori di Spa*, 2004, I, 620 ss., in cui la differenziazione delle funzioni interne all'organo amministrativo è diffusamente analizzata.

⁸ Le innovazioni contenute nella riforma hanno indotto un'autorevole dottrina a mettere in discussione anche il dogma della responsabilità solidale di tutti i consiglieri e a collegare questa innovazione proprio "all'idea (più moderna, quanto meno come prospettiva auspicata se non ancora come effettiva realtà) di un consiglio a composizione variegata, in cui vi sia spazio per persone che siano esponenti non della maggioranza, ma (chiunque sia formalmente l'autore della nomina) di altre componenti della società o, addirittura, di ceti esterni alla società". Così DI CATALDO, *Problemi nuovi in tema di responsabilità di amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione della minoranza*, 2004, I, 644 ss., p. 652.

⁹ BONELLI (nt.7); MICOSSI-BELCREDI, *Una poltrona per la minoranza*, 11 aprile 2005, sul sito www.lavoce.info, ivi v. anche le osservazioni di VELLA, *Il fantasma del cda*, 11 aprile 2005.

poteri attualmente esercitabili dal singolo consigliere in quanto tale; a parte i rimedi ipotizzabili sul piano dei quorum, che ben potrebbero essere differenziati in rapporto alle dimensioni delle società¹⁰, credo occorra anche chiedersi se il modello di società qui implicitamente evocato sia realistico e, soprattutto, se sia meritevole di incoraggiamento e protezione. È evidente infatti che gli autori dell'obiezione in esame hanno in mente una società a bassissima capitalizzazione, in cui sono praticamente assenti investitori istituzionali, in cui un concorrente può permettersi di comprare una non insignificante partecipazione al solo scopo di danneggiare la società (e quindi con la prospettiva di svaloriare il suo stesso investimento!). Forse società di questo tipo più che delle coccole del legislatore avrebbero bisogno di qualche incentivo che le faccia gradualmente uscire da questa situazione.

Un'ultima osservazione. Un istituto si valuta in rapporto ai risultati che può mediamente produrre, non in base a quelli che possono verificarsi in presenza di condizioni particolarissime. Il fatto che occasionalmente qualche concorrente, o qualche scalatore, possa approfittare del voto di lista, o il fatto che qualche gruppo di comando possa fare trucchi nella composizione delle liste, possono essere buoni motivi per immaginare adeguati rimedi contro gli aspetti negativi di queste eventualità, ma non sono buone ragioni per rinunciare ad un istituto che fosse in ipotesi in grado di produrre normalmente risultati positivi.

Più seri problemi può sollevare un altro ordine di considerazioni. Chiarito che esiste uno spazio sul piano delle funzioni (esistono cioè funzioni proprie del consiglio che ben possono essere espletate da consiglieri di minoranza) ci si può chiedere se analogo spazio esista sul piano degli interessi. Esclusa l'opportunità che il consigliere di minoranza si faccia portatore dell'interesse settoriale di qualche *stakeholder* (ad esempio, come temono alcuni commentatori americani, di qualche grande fondo pensione politicizzato) diverso dall'insieme dei soci (la questione della eventuale rappresentanza di altri *stakeholder* non sarebbe correttamente impostata all'interno di un simile contesto), resta un margine per una differenziazione della posizione dell'amministratore di minoranza rispetto a quelli di maggioranza? Qui viene talora evocato il pericolo che l'amministratore di minoranza, nominato nella migliore delle ipotesi da investitori professionali, importi all'interno del consiglio una visione ancora più di breve termine di quella con cui i *manager* sono già costretti a fare i conti¹¹. Potrebbe diventare, cioè, il consigliere delle locuste (per usare l'espressione resa di recente famosa dal noto intervento di Franz Muentefering, il presidente dell'SPD) che si contrapporrebbe a quella prospettiva mediatrice (tra le esigenze dei vari *stakeholder*) che sarebbe propria dei *manager* professionali americani, o a quella prospettiva di lungo periodo che sarebbe propria dei *manager* (semi)padroni nostrani.

Siamo così arrivati al discorso di massimi sistemi un tempo governato dalla coppia contrattualismo / istituzionalismo, e ora da quella *shareholders / stakeholders*. Navigare in orizzonti così ampi è sempre pericoloso e massima cautela si impone.

Non credo tuttavia che gli avversari degli amministratori di minoranza siano da interpretare come i genuini campioni dell'istituzionalismo moderno. Se così

Indipendente sì,
ma nell'interesse di chi?

¹⁰ Spaventa, *Minoranze in consiglio*, 30 maggio 2005, sul sito www.lavoce.info

¹¹ Spaventa, *Tutela del risparmio - Il lento cammino del legislatore*, Assoreti, Capri, 13 maggio 2005: attribuisce questa opinione, da lui non condivisa, a Libonati. Sul tema della settorialità dell'interesse di cui sarebbe inevitabilmente espressione l'amministratore di minoranza, v. anche Bonelli (nt.7).

fosse dovrebbero spiegarci molte cose: ad esempio perché *manager* retribuiti in base al gradimento che le loro scelte (se non i numeri che decidono di rendere pubblici) riscuotono presso analisti ed investitori, dovrebbero essere i migliori interpreti delle esigenze di altri gruppi di soggetti non in grado di influenzare il mercato; oppure perché questi migliori interpreti dovrebbero essere i *manager* (semi)padroni che governano la maggior parte delle imprese nostrane.

Forse è meglio uscire dal discorso dei massimi sistemi e riconoscere invece una verità molto semplice, che un tempo era evidente a tutti, e che l'ideologia dello *shareholder value* tenta di occultare. La verità è che tra i soci esistono rilevanti conflitti di interessi legati alle diverse preferenze, aspettative e capacità che ciascun tipo di soci possiede. Prima di evocare i grandi conflitti tra formichine risparmiatrici e locuste predatrici (che pure probabilmente esistono) credo sia necessario capire meglio i più immediati termini dei conflitti che intercorrono direttamente tra i soci. Allora, se si ritiene che il conflitto sia tra soci con visione di breve termine (una cospicua parte degli investitori professionali) e soci con visione di lungo termine (quelli che una volta venivano chiamati gli azionisti imprenditori), e se si ritiene che le prospettive di lungo termine siano meritevoli di maggiore protezione¹², la soluzione non sta nel lasciare mano libera agli azionisti che si presume siano interessati al lungo termine. La soluzione sta se mai nell'incentivare la diffusione delle prospettive ritenute più commendevoli, tra tutti gli azionisti. Il che potrebbe essere fatto non certo rinunciando ai controlli che l'amministratore di minoranza può esercitare, ma se mai premiando gli azionisti di minoranza che conservano le loro azioni per lunghi periodi di tempo (oltre che sul piano fiscale, anche su quello societario, ad esempio con diritti di voto o diritti al dividendo scalari rispetto al tempo di possesso).

Questa riflessione ci conduce all'ultimo tema e alle conclusioni. Accertato che l'amministratore di minoranza ha un preciso spazio sul piano delle funzioni, accertato che è più che legittimo che egli porti in consiglio la visione di una parte dei soci, resta da vedere se sia realistico che tutto ciò accada. Questo dipende non solo dal legislatore, e dall'influenza che le varie *lobbies* potranno esercitare su di lui, ma dipende soprattutto dall'atteggiamento di coloro che questi amministratori dovrebbero auspicabilmente nominare. Nominare consiglieri direttamente, anziché attraverso trattative più o meno riservate con i *manager*, implica una responsabilizzazione che può diventare tanto più significativa quanto più al coinvolgimento iniziale segua un coerente programma di controllo e di sostegno dell'attività dei soggetti nominati. Quanti sono gli investitori che troverebbero conveniente la sopportazione di tutti i relativi costi in termini materiali, magari di immagine, e infine di cambiamento di mentalità e di ruolo?

¹² La preoccupazione per la prevalenza delle prospettive di breve periodo appare piuttosto diffusa, v. ad esempio GORE-BLOOD, *It is essential that investors look to the long term*, Financial Times, 7 luglio 2005.

LA SGR COME SOCIO

Attilio Piero Ferrari

Arca Sgr SpA

Non attendetevi una dotta riflessione sugli aspetti giuridici dell'esercizio dei diritti di voto di pertinenza dei fondi comuni italiani, questa è la semplice testimonianza di chi ha avuto il compito in Assogestioni di organizzare l'attività delle Sgr come socie delle società quotate italiane.

Dai sottoscrittori di fondi azionari italiani riceviamo i mezzi finanziari ed un ampio mandato per selezionare e gestire le azioni che fanno parte del portafoglio del fondo prescelto dal risparmiatore. I gestori sono impegnati nel valorizzare l'investimento facendo uso di tutti i diritti connessi alla posizione di azionisti di una società quotata, ivi compreso il diritto di voto. E l'utilizzo di questo diritto ha contribuito ad avviare un moderno sistema di *governance* delle società quotate italiane.

In una rapida panoramica sui primi ventitre anni di attività della nostra associazione, si può notare che l'attivismo nei confronti delle società quotate nella Borsa Italiana, da parte delle società di gestione del risparmio, nei primi dieci anni dal 1983 al 1992 è stata di tipo "volontaristico".

Già pochi anni dopo la loro costituzione alcune Sgr hanno cominciato a "litigare" con presidenti e amministratori delegati di società quotate, chiedendo migliore informativa e rispetto dei diritti delle minoranze. Le stesse società di gestione hanno stimolato Assogestioni ad avviare i primi studi sulle regole di governo delle società quotate.

Ha fatto seguito un'attività più organizzata: nel 1992 la portata innovativa del *Cadbury Report* (che ha modellato l'attività di *corporate governance* in Gran Bretagna) è stato l'elemento propulsivo per il gruppo di lavoro sulla *corporate governance* di Assogestioni, che si è impegnato ad ampliare ed approfondire le tematiche di *governance* e mettere a fuoco un piano d'azione.

Il primo intervento dell'Associazione tuttavia non fu mirato alla Borsa, ma alle stesse società di gestione con il varo del Protocollo di autonomia che sanciva l'indipendenza del gestore nei confronti dei soci di controllo. Sentivamo infatti l'esigenza di mettere ordine innanzitutto nella nostra casa, prima di sollecitare l'attenzione del legislatore e delle stesse società quotate sul tema della *governance*.

Il programma prevedeva interventi sia di breve periodo sia proposte di cambiamento strutturale. A questo riguardo fummo fortunati, perché il legislatore inserì nella legge sulle privatizzazioni la modifica degli statuti delle società privatizzande, con l'introduzione di clausole che prevedevano la possibilità di formare liste di minoranza per la nomina di amministratori e sindaci.

Contemporaneamente Assogestioni cercò di diffondere anche in Italia il principio della autoregolamentazione, partecipando ai lavori che presero avvio nel 1992 presso la Borsa per la redazione di un codice di condotta delle società quotate.

L'azione era volta a favorire la diffusione della cultura della *governance* ed avviare uno stretto dialogo con gli organi di Borsa da parte degli investitori istituzionali, in armonia a quanto era avvenuto nella finanza anglosassone.

Va ricordato inoltre l'impegno europeo di Assogestioni per la *governance* delle

Premessa

La Sgr come socio

società quotate, sia nei confronti del legislatore comunitario sia nell'ambito della Federazione europea delle società di gestione, che ha consentito di disporre di un quadro aggiornato della normativa comunitaria, il quale ha acquisito col passare del tempo sempre maggiore importanza per l'inquadramento e l'indirizzo delle normative nazionali.

Guardando agli impegni futuri, siamo convinti della necessità di migliorare ulteriormente il processo di selezione degli amministratori e dei sindaci da inserire nelle liste di minoranza promosse dalle Sgr italiane. Dal momento che una buona gestione, buone capacità amministrative ed efficaci controlli favoriscono la creazione di valore per tutti i soci, abbiamo cercato di rivedere il nostro processo di selezione per identificare i requisiti professionali ed il mix di esperienza necessari per comporre team di qualità, che abbiano caratteristiche di indipendenza, professionalità e di coraggio, da sottoporre all'attenzione del mercato per incarichi di amministratore indipendente. A tal fine abbiamo selezionato una società internazionale di *head hunting* per ampliare le nostre capacità di selezione.

All'azione diretta delle Sgr nelle assemblee con la presentazione di liste di minoranza, ha fatto corollario l'intervento di Assogestioni, per sollecitare l'adozione delle migliori regole di *corporate governance*, la certificazione dei processi di governo delle aziende e la implementazione delle direttive nazionali ed europee sul governo delle imprese.

Nel fare un bilancio del lavoro realizzato, non sono mancati momenti di entusiasmo e di scoraggiamento e siamo consci che il cammino da percorrere è ancora lungo, ma il buon avvio fa ben sperare nel rinnovamento della finanza italiana, in attesa che la crescita dei fondi pensione dia stabilità e sviluppo all'opera pionieristica avviata dai gestori dei fondi comuni.

LA CORPORATE GOVERNANCE E IL RISPARMIO GESTITO: LA PROSPETTIVA DEGLI EMITTENTI

Francesco U. Chiappetta

Telecom Italia Spa

Quando sono stato invitato a partecipare a questo seminario dagli amici Mario Stella Richter e Guido Cammarano e a rappresentare - meglio, a tentare di rappresentare - la prospettiva degli emittenti in materia di *corporate governance* e rapporti al risparmio gestito, ho pensato che la prima cosa da fare fosse ripercorrere la storia del problema. Una storia che ha circa dieci anni, essendo intorno ai primi anni '90 che si affaccia nel nostro paese il tema della *corporate governance*.

Dunque, 1995 o giù di lì. *Corporate governance*: quale è la prospettiva degli emittenti? Risposta semplice ed elementare insieme: nessuna. "It's not an issue", se ci si facesse tentare dalla dilagante moda degli anglismi. La *corporate governance*, in altri termini, non albergava tra i problemi all'attenzione degli emittenti e degli esponenti dell'industria. È possibile fornire qualche prova concreta:

- Ordine del giorno del CdA della società quotata x:
 - Comunicazioni del Presidente;
 - Varie e eventuali.
- Informazione ai consiglieri prima della riunione consiliare: nessuna; la riservatezza è d'obbligo e, poi, c'è l'*insider trading* che incombe...
- Ruolo del Consiglio: di mera ratifica dell'operato dell'AD, del resto munito di tutti i poteri - nessuno escluso e senza limiti - per il conseguimento dell'oggetto sociale. È chiaro che sto un po' (forse molto) esagerando, ma i termini della questione non erano allora poi tanto difforni da quanto ora esposto.

2005: dieci anni sono passati e occorre verificare quale è - oggi - la prospettiva degli emittenti in materia di *corporate governance*. Qualcuno, per vero, senza per ciò essere additato come disincantato cinico, potrebbe domandare: "Ma ha ancora senso parlare di *corporate governance* dopo gli scandali finanziari sul mercato statunitense prima, e di casa nostra poi? E, ancora, quanto senso ha continuare a parlare di *corporate governance* se in realtà le scelte del mercato, come riflesse nelle quotazioni dei titoli sono, più di tutto, la conseguenza di comportamenti *extra corporate*, tipicamente quelli dei soci (soli o coalizzati - in patti, concerti e vari)?"

Alla prima provocazione risponderei che, al contrario, parlare oggi di *corporate governance* ha ancora più significato. Se vi è chi ad un incrocio attraversa con il semaforo rosso, la soluzione non è eliminare i semafori ma, ragionevolmente, rendere quell'incrocio ancora più sicuro.

Alla seconda provocazione risponderei che proprio le incertezze e i dubbi sugli assetti proprietari impongono una rigorosa *corporate governance*: vale a dire, ricercare le migliori soluzioni, nell'interesse dell'impresa e dei suoi finanziatori (in primis, gli azionisti), al *trade off* tra potere di gestione e controllo sulla gestione stessa.

Il vero è che gli scandali finanziari, al di là del contingente impatto drammatico sui risparmiatori, hanno avuto una funzione positiva, richiamando l'attenzione del mercato finanziario - e quindi *in primis* emittenti e risparmiatori (sopra t-

1.

2.

3.

tutto quanto a questi ultimi di chi ne è, per così dire, l'interprete primo delle relative istanze, cioè l'industria del risparmio gestito) - su aspetti essenziali della *corporate governance*: in particolare, ruolo del *board* e controlli interni.

Sotto il primo profilo, quello del ruolo del *board of directors*, ritengo che qualsiasi riflessione non possa trascurare un dato fondamentale di partenza: gli assetti proprietari delle società.

Mi pare indubitabile infatti che non si possa accomunare la funzione del *board of directors* di una società chiusa e/o di piccole dimensioni, che è essenzialmente una funzione di management tradizionale, alle funzioni complesse che l'organo è chiamato a svolgere in un'impresa quotata di grandi dimensioni.

Nella società quotata (e grande) la funzione del *board* infatti non può che apprezzarsi, in primo luogo, in termini di elaborazione di strategie e di *advisory*, accompagnate da una verifica costante della coerenza tra strategie delineate e comportamenti attuativi del management. Con ciò, tra l'altro, venendo a essere "superata" la visione del *board* come gestore di singole - magari "micro" - operazioni (in sostanza, una sorta di assemblea di condominio "più grande"). In secondo luogo, in termini di attività di *monitoring*, da implementare attraverso sia l'organizzazione sia la verifica del corretto funzionamento dei sistemi di controllo interno.

Quanto al secondo profilo, quello dei controlli interni, sembra chiaro ormai che un efficace e efficiente presidio in materia sia strumento essenziale per minimizzare i rischi (operativi, finanziari e di compliance) e promuovere dunque una gestione sana ed efficiente dell'impresa. Cosa intendo specificamente? Procedure efficienti, in primo luogo; in secondo luogo, chiara identificazione delle responsabilità aziendali; infine, tracciabilità delle scelte e, dunque, verificabilità *ex post* di termini e modalità di realizzazione delle scelte operative connesse alla gestione.

Dal punto di vista degli emittenti, credo si possa dire che sotto ambedue i richiamati profili a livello di regolamentazione, sia essa di fonte legale ovvero auto-disciplinare, esista oggi nel nostro paese, salvo alcuni aggiustamenti e miglioramenti, una situazione di sostanziale allineamento al quadro internazionale.

4.

Mi sembra invece che una questione centrale, ancora aperta e necessitante interventi, sia quella di assicurare l'effettività della regolamentazione, vale a dire l'applicazione reale e concreta di regole, principi, procedure. In buona sostanza, occorre passare dal principio del "*comply or explain*" al principio dell' "*apply and enforce*". Questo perché non credo possano più bastare le dichiarazioni delle parti in causa sulla bontà del sistema di *corporate governance*. Per spiegare meglio queste affermazioni mi rifarò alle Relazioni di *corporate governance* delle singole società e in particolare all' "Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate" di Assonime-Emittenti Titoli del novembre 2004, ricavata sulla base dell'esame - invero ricco e completo - di tali Relazioni (questa analisi, in realtà, dovrebbe titolarsi, per quello che andò a dire, analisi dello stato delle "dichiarazioni rese" in tema di attuazione del Codice).

Nel documento Assonime-Emittenti Titoli si riferisce, qualificando il fatto come positivo quanto meno sotto il profilo della informazione del mercato, che "per quanto riguarda la competenza decisionale sulle operazioni significative e/o con parti correlate (art. 1.2, lett. e) del Codice Preda), 215 società (pari all'87% del totale) hanno dichiarato che il proprio CdA "esamina e approva" le operazioni più significative; 211 società (pari all'85% del totale) hanno dichiarato che il proprio C.d.A. "esamina e approva" le operazioni con parti correlate; presso le società del

MIB30 le percentuali salgono rispettivamente al 100% (per le operazioni significative) e al 96% (per quelle con parti correlate). "Si osserva poi che è in crescita il numero di società che dichiara di riservare "espressamente" ed esclusivamente al CdA l'approvazione delle operazioni significative o con parti correlate (in linea con il commento all'art. 1.2 del Codice): una riserva esplicita per le operazioni significative è prevista da 130 società (pari al 52% del totale, rispetto al 48% del 2003) e da 144 società (pari al 58%) per le operazioni con parti correlate (nel 2003 era il 52%). Presso le società del MIB30 le percentuali salgono rispettivamente al 79% (per le operazioni significative) e al 93% (per quelle con parti correlate)".

"Dalle Relazioni (sulla *corporate governance*, ndr) del 2004 emerge che un numero significativo di emittenti precisa altresì che la riserva decisionale a favore del CdA implica l'esame e l'approvazione preventivi delle operazioni significative o con parti correlate. Tale precisazione è formulata da 72 società (29% del totale) con riguardo alle operazioni significative e da 98 (40%) con riguardo a quelle con parti correlate (presso le società del MIB30 le percentuali salgono rispettivamente al 57% e all'86%)".

Il citato documento prosegue poi rilevando che l'eventuale mancata riserva decisionale a favore del CdA è, tuttavia, raramente giustificata in modo diretto. Non è infrequente l'utilizzo di formule che ricalcano quella dell'art. 1.2, lett. e) del Codice senza la comunicazione delle ulteriori informazioni richieste nel commento all'articolo.

Orbene, chi assicura - nel senso di chi va a verificare, prima, e ne dà conto al mercato, poi - che le riserve dichiarate siano realmente rispettate? E che l'approvazione sia veramente *ex ante* e non mera ratifica *ex post*?

Riprendo ancora un passo del documento Assonime-Emittenti Titoli in materia di cd. informazione preconsiliare. "In 80 Relazioni (pari al 32% del totale, erano il 50% nel 2003) si afferma esplicitamente che è stata fornita tempestiva informazione ai membri del CdA; le Relazioni sovente si conformano letteralmente alla previsione del Codice ma non forniscono dettagli sulle modalità e/o sui tempi con cui i membri del CdA hanno ricevuto informazioni". Qui per vero rispetto alla situazione esaminata precedentemente già il dato numerico/quantitativo non è in sé così confortante. Ma, ad ogni modo, quello che anche in questo caso è importante verificare sono l'effettività dei comportamenti dichiarati e le concrete modalità secondo cui si è proceduto: per intenderci, quanto tempestivamente l'informazione preconsiliare è stata fornita; quanto, soprattutto, essa sia stata completa e, dunque, adeguata a far assumere decisioni consapevoli ai membri del CdA.

Spigolando sempre dal più volte citato documento Assonime-Emittenti Titoli risulta che 173 società (pari al 70% del totale) hanno istituito il Comitato per le Remunerazioni e altre 8 stanno per farlo (in totale 181 società pari al 73% del totale); il Comitato generalmente (142 casi) ha competenza sia in materia di retribuzione degli amministratori esecutivi sia dell'alta Direzione.

In 205 società è stato costituito il Comitato per il controllo interno (in 13 casi è stata perverso dichiarata l'intenzione di farlo). In 166 casi la Relazione (sulla *corporate governance*, ndr) dà conto dei compiti attribuiti al Comitato mentre 99 emittenti forniscono informazioni sui compiti effettivamente svolti nel corso dell'anno.

Non c'è dubbio che si tratti di informazioni tutte utili e che per giunta danno la misura quantomeno di una accresciuta attenzione alle questioni della *corporate governance* (i progressi rispetto al 1995, data di partenza delle nostre considerazioni, sono notevoli e vanno rimarcati).

Il nodo centrale però, ancora una volta, è quello della effettività del funzionamento degli istituti, in questo caso i diversi Comitati, e dunque del reale presidio di tematiche molto delicate da parte di soggetti indipendenti, competenti e autorevoli. Le domande che possono farsi sono diverse e tutte di rilievo: come sono composti i singoli Comitati? (più chiaramente, sono effettivamente - non esecutivi e soprattutto - indipendenti i componenti?). Le diverse questioni sottoposte sono affrontate *funditus* (e, dunque, quante riunioni sono state tenute)? Quali le vicende e le materie effettivamente affrontate, al di là delle *charter* messe su carta?

Quelli fatti sono ovviamente solo esempi. Esempi peraltro sintomatici o, se si preferisce, emblematici della opportunità di passare da un sistema "*complyorexplain*" a un sistema "*apply*", con successiva rigorosa verifica della effettiva applicazione.

Un primo contributo può venire, in questo ambito, già autonomamente dagli emittenti. Penso al ruolo che potrebbero giocare gli *assessment* rilasciati da soggetti specializzati e autorevoli, quali, ad esempio, società di rating. In ogni caso, e al di là dei contributi su base volontaria, si può pensare a strumenti quali quelli configurati dalla recente legislazione americana, che richiede la formale assunzione di responsabilità, da parte del management, in merito all'istituzione di un adeguato sistema di controlli e in merito all'efficacia di detto sistema e la certificazione da parte della società di revisione delle attestazioni rilasciate dal management.

Si badi bene non si tratta di instaurare un sistema, men che mai pubblico, di occhiuta supervisione sugli *interna corporis* delle società, né di burocratiche certificazioni, bensì di riscontri del funzionamento effettivo di istituti, principi di comportamento, procedure operative, flussi informativi. Chi dovrebbe farlo? In prima battuta direi le società di revisione (con il dubbio della compatibilità con l'oggetto sociale, ma si potrebbe intervenire con una legge ad hoc sul punto); in alternativa il Collegio sindacale.

A questo punto, il ruolo del risparmio gestito non sarebbe quello - improprio, a mio avviso - del *gatekeeper* (il relativo universo essendo già molto affollato!), ma dell'osservatore attento e capace, sulla base della messe di informazioni acquisite, di intervenire col peso della sua autorevolezza quando fossero riscontrate irregolarità, criticità o anche solo opacità. Qui peraltro sorge spontanea una domanda che potrebbe apparire provocatoria ma non lo è affatto: ma quanto pesa la (qualità della) *corporate governance* degli emittenti nelle scelte di investimento del risparmio gestito? E se pesa, pesa in modo uniforme (cioè su tutti gli emittenti) o l'attenzione è rivolta prioritariamente se non esclusivamente a un nucleo ristretto di emittenti? Una analisi compiuta con riferimento al nostro sistema non mi risulta essere stata condotta. La riterrei molto utile per capire quanto nella *corporate governance* (meglio, nelle richieste di corretti e efficienti sistemi di *corporate governance*) sia moda e non invece esigenza concreta e avvertita da parte della più importante *constituency* di riferimento. Certo è, comunque, che già solo sulla base dell'informativa attualmente disponibile (Relazioni di *corporate governance*, Verbalì Assembleari, Analisi Assonime-Emittenti Titoli) ci si sarebbe potuti aspettare una reazione e interventi del risparmio gestito, ma anche della stampa e in genere da parte di tutti i soggetti coinvolti e interessati, forti e diffusi a fronte di fenomeni di palese violazione sostanziale delle regole e dei principi di buona *corporate governance* (penso ai casi di liste di comodo, ad esempio, per l'elezione dei sindaci, a dichiarazioni "fasulle" di indipendenza degli amministratori, eccetera).

Se non il silenzio totale, al più c'è stato, invece, un modesto sillabare. Se è vero che la *corporate governance* è soprattutto una *matter of reputation*, qualche segnalazione all'indice non avrebbe fatto e non farebbe che bene. Tutto sta, in fondo, a cominciare.

RUOLO DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI E LEAD INDEPENDENT DIRECTOR

Guido Ferrarini

Università di Genova e European Corporate Governance Institute (ECGI)

In questa relazione affronto il tema degli amministratori indipendenti sotto tre profili: origini della figura negli USA; importazione della medesima in Europa; funzione degli amministratori indipendenti in Italia e relativa disciplina. Il quesito di fondo al quale cerco di rispondere è se il trapianto della figura nel nostro sistema ne abbia mutato caratteristiche e funzione. In particolare, mi chiedo se il passaggio da un sistema di *common law* e di proprietà azionaria diffusa ad un sistema di *civil law* e proprietà azionaria concentrata abbia avuto un impatto (e quale) sul ruolo degli amministratori indipendenti.

Le origini della figura in esame vanno collocate nell'esperienza americana degli anni settanta e si inquadrano nel rafforzamento del consiglio di amministrazione a seguito degli scandali finanziari di quegli anni.

Nell'impostazione tradizionale americana il consiglio di amministrazione aveva funzioni sostanzialmente "consultive". I suoi membri erano scelti tra persone di fiducia dell'amministratore delegato al quale somministravano pareri sulle scelte strategiche e sulle principali scelte operative. Sebbene giuridicamente a capo dell'impresa, il consiglio non aveva una reale funzione direttiva. I poteri gestori erano concentrati nella persona dell'amministratore delegato, che ricopriva normalmente anche la carica di presidente. Gli scandali finanziari degli anni settanta (primo fra tutti quello di *Penn Central*, una *Enron ante litteram*) portarono ad un graduale rovesciamento di prospettiva. Al consiglio fu riconosciuto il compito di monitorare il comportamento dei manager: dall'*advisory board* si passò al *monitoring board*. Tappe essenziali di questo processo furono l'istituzione del comitato di controllo (*audit committee*, incaricato di monitorare l'informazione finanziaria ed i controlli interni) e la nomina di amministratori indipendenti dal management. Il rapporto stesso tra amministratori *insiders* e indipendenti si rovesciò, passando da una proporzione di 80 su 20 negli anni cinquanta, all'attuale di 15 su 85 (J. Gordon, 2005).

Dunque, il monitoraggio del consiglio sugli esecutivi è stato rafforzato sia sul piano organizzativo (struttura per comitati) che selezionando amministratori capaci - per qualità professionali e autonomia - di imporre il proprio punto di vista ai manager. Naturalmente, questa trasformazione non è stata improvvisa, data la resistenza dei manager ad accettare il primato del consiglio nella conduzione della società. Da una fase in cui il controllo era focalizzato essenzialmente sugli aspetti contabili e gli indipendenti erano in minoranza, si giunse per tappe successive al sistema attuale, che vede una maggioranza di amministratori indipendenti in consiglio ed il monitoraggio del consiglio esteso all'insieme dei controlli interni e alla remunerazione degli esecutivi. La definitiva accettazione del *monitoring board* è il prezzo che gli esecutivi hanno dovuto pagare per evitare regolazioni più severe da parte del legislatore e delle autorità di controllo.

L'attivismo del consiglio si è esteso ad altre materie, nelle quali i compiti del consiglio non si riducono al monitoraggio. Anzitutto, il consiglio determina le strategie aziendali, sulla base delle proposte dei manager e con il contributo degli in-

Introduzione

Origini degli amministratori indipendenti negli USA

Dall'*advisory board* al *monitoring board*:
nascita dell'*audit committee*

dipendenti. Questo contributo non dovrebbe essere soltanto formale: gli errori strategici possono essere causa di crisi aziendali difficilmente riparabili. L'approvazione dei piani industriali e finanziari da parte del consiglio serve anche a stabilire i parametri alla luce dei quali gli amministratori non esecutivi valuteranno la *performance* degli esecutivi. Il consiglio si riserva, inoltre, di approvare le operazioni rilevanti, che possono incidere in misura sostanziale sulla redditività aziendale o avere una valenza strategica. Ancora, al consiglio spetta di approvare le operazioni con parti correlate, che presentano un potenziale conflitto di interessi e per le quali la giurisprudenza americana (specialmente quella del Delaware) ha elaborato, nel corso degli anni, criteri di correttezza anche sul piano procedurale.

Proprio gli indipendenti si trovano al centro delle procedure rilevanti, in quanto normalmente estranei al conflitto di interessi che si tratta di prevenire. Quando si debba compiere un'operazione per la quale i manager siano in potenziale conflitto di interessi, il consiglio di amministrazione costituisce un comitato di indipendenti, incaricandolo di negoziare l'operazione in luogo degli esecutivi, anche avvalendosi di esperti indipendenti (banche d'affari, avvocati) all'uopo nominati dallo stesso comitato. L'uso di *independent committees* è, per la giurisprudenza, una delle tecniche fondamentali per assicurare la correttezza sostanziale di un'operazione con parti correlate, tanto da rovesciare l'onere probatorio dell'eventuale scorrettezza sugli investitori che agiscano in responsabilità contro il consiglio. In questi comitati, gli indipendenti non si limitano al monitoraggio dell'operazione, bensì la negoziano come se la stessa non fosse compiuta tra parti correlate. Il caso più significativo è forse quello del *management buy-out*, che vede i manager controparti della società, normalmente rappresentata da un comitato di indipendenti a sua volta assistito da banchieri ed avvocati.

In una ricostruzione recente (J. Gordon, 2005), gli amministratori indipendenti sono ritenuti uno dei capisaldi del nuovo diritto societario americano, che attribuisce al consiglio di amministrazione il fondamentale compito della massimizzazione del valore azionario. Tale compito è soddisfatto in un ambiente profondamente diverso da quello tradizionale, nel quale gli amministratori non esecutivi soffrivano di una forte asimmetria informativa nei confronti degli esecutivi. Oggi i primi possono fare affidamento, in misura superiore che in passato, sul prezzo delle azioni per misurare la *performance* dei manager. Tale prezzo si forma in mercati che sono sempre più informati sull'andamento della gestione sociale sia per le strategie di comunicazione delle società che per effetto della regolazione in materia. In breve, l'asimmetria informativa tra esecutivi e non-esecutivi si riduce, potendo questi ultimi confrontarsi con il giudizio del mercato quale appare dal prezzo delle azioni e dai rapporti degli analisti.

I due profili ora citati - massimizzazione del valore azionario ed efficienza dei mercati - guidano gli amministratori indipendenti (che generalmente occupano una larga maggioranza dei posti in consiglio) nella nomina e soprattutto nel licenziamento degli esecutivi. Quando il giudizio del mercato sulla gestione sociale è negativo ed i prezzi delle azioni scendono, i consigli sostituiscono gli amministratori delegati con l'obiettivo di massimizzare la ricchezza degli azionisti attraverso un riorientamento delle attività sociali. Il risultato è quello di un elevato *turnover* degli amministratori delegati, che - se si vuole - in parte compensa la circostanza che le opa ostili siano quasi scomparse dalla scena americana soprattutto per effetto dell'adozione di misure difensive da parte delle società bersaglio. Secondo uno studio di Booz Allen, nel periodo 1995 - 2001 la durata media di carica dei

CEO è scesa da 9,5 a 7,3 anni, mentre quella dei CEO licenziati dal consiglio è scesa da 7 a 4,6 anni.

Anche nella gestione delle misure difensive, del resto, i consigli di amministrazione hanno un ruolo importante, che è stato riconosciuto dalla giurisprudenza del Delaware proprio in considerazione del fatto che nei consigli siedono amministratori indipendenti capaci di risolvere il conflitto di interessi tra manager ed azionisti tipico delle OPA ostili. Le "pillole avvelenate", infatti, possono essere rimosse dal consiglio. Il fatto che la maggioranza consiliare sia composta di indipendenti dovrebbe essere garanzia di un corretto esercizio di questa facoltà. Infatti, gli indipendenti sono meno attaccati alla carica di quanto non lo siano i manager, che dalla società ricevono retribuzioni ben maggiori di quelle degli amministratori non esecutivi. Inoltre, gli indipendenti dovrebbero essere spinti a scelte che massimizzino la ricchezza degli azionisti anche da incentivi reputazionali, essendo generalmente i *takeovers* occasioni nelle quali i comportamenti consiliari si trovano sotto i riflettori dei mezzi di informazione.

I recenti scandali finanziari hanno solo lievemente scalfito il credo nella massimizzazione del valore per gli azionisti e nell'efficienza dei mercati finanziari. Nel contempo, la riforma del *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) ha cercato di restituire la fiducia nei mercati attraverso una ri-regolazione dell'informazione finanziaria, che fa perno sui controlli interni, sugli *audit committees* e sui revisori. In questo modo, i prezzi hanno potuto riacquistare la loro capacità informativa anche a beneficio degli amministratori indipendenti per i loro fini di monitoraggio sulle condotte manageriali.

Gli amministratori indipendenti hanno fatto ingresso in Europa nel sistema finanziario più simile a quello americano, vale a dire nel Regno Unito, ed hanno ricevuto il loro riconoscimento ufficiale nel *Rapporto Cadbury* del 1992.

Come negli USA, l'introduzione degli indipendenti è da connettere con una serie di scandali finanziari verificatisi però nel corso degli anni ottanta. Il *Rapporto Cadbury* si è interessato soprattutto dei controlli di tipo finanziario, perché il problema era quello di restituire credibilità all'informativa finanziaria. I successivi rapporti britannici in tema di *corporate governance* hanno esteso, invece, l'attenzione anche a funzioni diverse del consiglio, relative alle strategie d'impresa, alla nomina di nuovi membri del consiglio ed alla remunerazione degli esecutivi.

Il percorso è simile a quello seguito negli USA per rafforzare i poteri del consiglio e, di riflesso, il ruolo degli amministratori indipendenti, che oggi, nella *best practice* del Regno Unito, coprono la metà dei posti consiliari. Va considerato, in proposito, che nel Regno Unito il numero di esecutivi in consiglio è normalmente maggiore che negli USA, mentre il presidente è - sempre secondo la migliore pratica - diverso dal CEO e, pur non essendo annoverato tra gli indipendenti, soddisfa criteri di indipendenza al momento della nomina. Un'altra differenza dagli USA è rappresentata dal ruolo degli investitori istituzionali, la proprietà azionaria dei quali è più concentrata nel Regno Unito, col risultato che l'influenza di tali investitori sul governo delle società quotate è notevole. Questo rende le comunicazioni informali tra investitori istituzionali e consigli di amministrazione più agevoli, stabilendo un miglior raccordo tra amministratori indipendenti e azionisti pur in assenza di meccanismi di voto di lista e simili.

Di conseguenza, mentre negli USA gli amministratori indipendenti fanno rife-

Gli scandali finanziari e la riforma del SOX

Introduzione degli amministratori indipendenti in Europa

L'emersione della figura nel Regno Unito

rimento soprattutto al mercato azionario per valutare la *performance* dei manager, nel Regno Unito ai meccanismi di mercato si affiancano quelli di *governance*, che sono caratterizzati dalla relativa concentrazione azionaria nelle mani degli istituzionali. Tuttavia, il *turnover* degli esecutivi è più elevato negli USA che nel Regno Unito (L. Renneboog e G. Trojanowski, 2003, notano che nel Regno Unito il licenziamento dei *top executives* generalmente reagisce ai dati contabili di periodo, più che alla discesa del prezzo delle azioni, e quindi interviene relativamente più tardi). Ciò potrebbe segnalare una maggiore viscosità dei meccanismi di *governance* utilizzati nel secondo paese a fronte di una *underperformance* degli esecutivi. In altri termini, mentre negli USA i consigli reagiscono rapidamente alla perdita di valore delle azioni causata da risultati deludenti, nel Regno Unito i tempi di reazione sono più lenti ed i casi di licenziamento degli esecutivi sono meno frequenti e spesso determinati dalle proteste degli investitori istituzionali (l'osservazione è di A. Borges, Presidente ECGI, al recente convegno di Londra dello *European Corporate Governance Forum*).

L'introduzione degli indipendenti in Italia

L'evoluzione italiana è, in parte, diversa da quella sin qui descritta. Il Testo Unico della Finanza, nel riformare il sistema di governo societario del nostro paese, ha puntato sul collegio sindacale, anziché sul consiglio di amministrazione. Invece di accentuare la distinzione tra consiglieri esecutivi e non, attribuendo un ruolo di monitoraggio a questi ultimi, il legislatore ha insistito sul controllo da parte del collegio sindacale, che nel confronto con l'esperienza anglo-americana ha le caratteristiche di un *audit committee*, ma è organo diverso da quello consiliare.

Il Codice di autodisciplina della borsa ha cercato, invece, di rivitalizzare il consiglio di amministrazione delle società quotate sulla falsariga delle migliori pratiche anglosassoni, introducendo l'organizzazione per comitati e la figura degli indipendenti. Ne risulta un sistema più complesso di quello anglosassone, per la presenza di due istanze di controllo: una interna al consiglio, rappresentata dagli indipendenti; l'altra esterna, rappresentata dai sindaci. Tra le due istanze vi è parziale sovrapposizione, che tuttavia non esclude l'utilità degli indipendenti, i quali hanno, oltre a funzioni di monitoraggio, i compiti propri degli amministratori. Lo stesso legislatore della riforma societaria lo ha riconosciuto, sostanzialmente introducendo una distinzione tra amministratori esecutivi e non-esecutivi, ai quali spettano compiti di monitoraggio (anche se poi, curiosamente, il legislatore ha eliminato il riferimento alla responsabilità per omessa vigilanza; questa responsabilità, comunque, ad avviso di molti, resta ferma nel nostro sistema, proprio in considerazione del ruolo di sorveglianza che agli amministratori non esecutivi spetta su quelli esecutivi). Ai non esecutivi spettano, inoltre, nell'ambito del consiglio, i compiti gestionali che il Codice di autodisciplina precisa con riferimento all'approvazione delle strategie aziendali, delle operazioni rilevanti e di quelle con parti correlate (come ancora si dirà tra poco).

Struttura proprietaria e ruolo degli amministratori indipendenti

Gli sviluppi negli USA e nel Regno Unito nella materia degli indipendenti si spiegano specialmente in considerazione della proprietà diffusa che generalmente caratterizza le società quotate di quei sistemi. In particolare, la funzione di *hiring and firing* degli amministratori delegati che spetta agli indipendenti, in quanto parte preponderante del consiglio, e che gli stessi esercitano in autonomia prestando costante attenzione al giudizio del mercato sulla società (come espresso dai corsi azionari), si presenta soltanto nelle società ad azionariato diffuso, nelle quali nessun socio (o gruppo di soci) è in grado di influenzare, in modo determi-

nante, le scelte consiliari. In Europa continentale e nel nostro paese, in particolare, gli assetti proprietari delle società quotate sono diversi e prevalgono le società che hanno uno o più soci di controllo. È da chiedersi, allora, se e quale funzione ricoprano gli indipendenti in tali società.

Non vi è dubbio che, quando vi sia un socio di controllo (o anche solo di riferimento), questi provvede alla scelta del management ed in particolare dell'amministratore delegato. Anzi, non è infrequente il caso che amministratori esecutivi della società siano soci di controllo. In tali situazioni, non ha senso parlare di un ruolo degli indipendenti nella nomina (che pure formalmente spetta al consiglio), se non sotto il profilo molto residuale di impedire scelte insensate da parte degli azionisti di controllo: si pensi alla proposta di nomina di un amministratore delegato appartenente alla famiglia di controllo, il quale appaia palesemente inetto al ruolo che, per pure ragioni dinastiche, gli si vorrebbero attribuire (anche in un tale caso, peraltro, gli indipendenti, se in minoranza nel consiglio, potrebbero avere problemi a far prevalere il loro punto di vista).

Tolta la funzione di *hiring and firing* (che è la più importante per gli indipendenti nelle società ad azionariato diffuso), hanno ancora un ruolo gli indipendenti? Evidentemente sì, dato che ad essi spettano, comunque, funzioni di monitoraggio nei confronti degli amministratori esecutivi. Anzi, la "dipendenza" degli amministratori esecutivi dai soci di controllo porta ad enfatizzare il ruolo degli indipendenti nel monitoraggio delle operazioni con parti correlate. Spesso si dice che questo è il compito tipico degli indipendenti nelle società "controllate": ad essi spetta di ridurre i costi di agenzia nel rapporto maggioranza-minoranza, mentre agli indipendenti nelle società "diffuse" spetta di ridurre i costi di agenzia nel rapporto management-azionisti. L'affermazione è esatta, purchè si precisi che anche nelle società ad azionariato diffuso si pone un problema di controllo delle operazioni con parti correlate (la giurisprudenza più evoluta in materia è proprio quella del Delaware, concernente società con azionisti diffusi).

Deve poi evitarsi l'equivoco di credere che, nelle società con azionisti di controllo, un problema di agenzia tra esecutivi ed azionisti si ponga solo per gli azionisti di minoranza. Nella misura in cui, per crescita dimensionale ed evoluzione tecnologica, le società "controllate" spesso affidano la gestione a manager professionali, che in molti casi non fanno parte del gruppo di controllo, si pongono - rispetto a tali manager - problemi di agenzia simili a quelli delle *corporations* americane. Naturalmente, il monitoraggio dei relativi costi potrà essere fatto dagli stessi azionisti di controllo. Non si dovrebbe, tuttavia, cadere nel mito dell'azionista di controllo quale "controllore" perfetto. Basti pensare alla società controllata da una famiglia, i cui esponenti siano poco versati nella gestione aziendale, che infatti delegano a manager esterni, e siano anche poco capaci di controllare l'operato dei delegati.

Tutto ciò attribuisce un senso alla presenza di indipendenti in consiglio: nel sottolineare l'indipendenza, talvolta si trascura che alla stessa debbono accompagnarsi qualità professionali commensurate alla carica ricoperta. Dunque, nelle società controllate da uno o più azionisti, gli indipendenti - anche in forza delle loro capacità professionali - svolgono un ruolo di monitoraggio degli esecutivi per conto della generalità degli azionisti (e, in alcuni casi, nell'interesse specifico delle minoranze). In questa attività, gli indipendenti inevitabilmente collaborano con gli altri amministratori non-esecutivi (che sono espressione degli azionisti di controllo) per ridurre i costi di agenzia complessivi degli esecutivi.

Hanno senso gli indipendenti nei sistemi societari a proprietà concentrata?

Ruolo degli indipendenti nelle società italiane quotate

Il ruolo degli indipendenti, comunque, non si risolve nel monitoraggio della gestione, dei controlli interni e dell'informazione finanziaria. In altri termini, gli indipendenti non sono solo dei "sindaci". In quanto amministratori, essi partecipano anche alla formulazione delle strategie aziendali: nel che non dovrebbero vedersi differenze tra società "diffuse" e società "controllate", se non sotto il profilo che nelle seconde anche gli azionisti di controllo svolgono un monitoraggio delle strategie e sovente concorrono a determinarle. Ovviamente, il comportamento degli azionisti di controllo potrebbe, nei fatti, esautorare il consiglio attraverso l'imposizione di strategie aziendali elaborate "altrove". Ma questo è proprio ciò che la presenza di indipendenti dovrebbe, almeno in teoria, evitare: nella misura in cui nel consiglio siedano personalità autorevoli, oltre che indipendenti, le stesse non accetteranno facilmente di limitarsi alla "ratifica" di piani pre-confezionati e, soprattutto, non li approveranno senza adeguata analisi e discussione. Una soluzione efficace, che sta diffondendosi anche in società italiane, è quella di costituire, nell'ambito del consiglio, un "comitato strategie" al quale partecipino anche amministratori indipendenti, con il fine di svolgere attività istruttorie di quelle consiliari.

Ancora in quanto amministratori, gli indipendenti si prendono cura della massimizzazione del valore azionario valutando, nell'ambito del consiglio, se il prezzo delle azioni rifletta l'andamento della gestione sociale e le prospettive di crescita della società, ed esaminando se e quali azioni possano essere ragionevolmente intraprese per ottenere, se del caso, un accrescimento del valore azionario (ad esempio aumento della leva finanziaria, focalizzazione sul *core business*, dismissione di cespiti, ecc). Senza dubbio, gli indipendenti di società "controllate" non hanno i medesimi poteri sostanziali, quanto alla creazione di valore, di quelli operanti in società "diffuse": ad esempio non sono in condizione di licenziare l'amministratore delegato che sia espressione dei soci di controllo o che addirittura sia un socio di controllo, quando i risultati della gestione non siano soddisfacenti.

Inoltre, nell'esame delle opportunità di accrescimento di valore, gli indipendenti troveranno che certe azioni, in astratto proponibili, sono in realtà inaccettabili per gli azionisti di controllo. Si pensi al caso di un nuovo investimento, dal quale potrebbe derivare una sostanziale creazione di valore e che, tuttavia, richieda un aumento del capitale sociale di misura tale da privare gli attuali controllanti del controllo di diritto della società. In situazioni di questo tipo, si palesa un conflitto di interessi tra maggioranza e minoranza sul piano della massimizzazione del valore azionario: dal punto di vista della maggioranza, l'accrescimento di valore generato dal nuovo investimento potrebbe essere azzerato dalla perdita del controllo e dei relativi benefici (c.d. benefici privati).

Da una diversa prospettiva, gli azionisti di maggioranza sono meno interessati al prezzo di borsa delle azioni proprio in quanto soci "stabili", mentre quelli di minoranza misurano sul prezzo delle azioni la redditività del loro investimento. Anche sotto questo profilo, si palesa l'utilità degli indipendenti per la tutela degli investitori diffusi, sebbene i comportamenti da essi adottabili in concreto risultino, ancora una volta, limitati dagli interessi divergenti della maggioranza.

Autodisciplina e prospettive di riforma

Il Codice di autodisciplina di Borsa Italiana è largamente ispirato dalla concezione degli indipendenti appena illustrata, anche se l'attuazione pratica di questo Codice non sempre riflette la teoria. La previsione di amministratori indipendenti va collegata con la rivalutazione del ruolo del consiglio, che comporta, tra l'altro, l'approvazione di piani strategici, di operazioni rilevanti e di operazioni con parti correlate. Come nella realtà americana e britannica, anche da noi gli indipendenti

non hanno solo un ruolo di monitoraggio, bensì concorrono all'alta direzione dell'impresa sociale che il consiglio esercita secondo quanto previsto dal Codice e dal nuovo diritto societario.

Attualmente è in corso un processo di revisione del Codice volto a rafforzarne l'impatto anche nella materia degli indipendenti, che vedranno precisati il loro ruolo ed i criteri stessi di indipendenza. Per i fini di questa relazione, preme evidenziare alcuni aspetti problematici della revisione, che concernono il comitato nomine ed i rapporti tra comitato di *audit* e collegio sindacale.

Il tema del comitato nomine è stato portato all'attenzione degli estensori del nuovo Codice dalla Raccomandazione europea, che ne prevede l'istituzione quando il consiglio intervenga nella nomina degli amministratori. In realtà, il comitato nomine deriva dall'esperienza anglo-americana e riflette le procedure usate in quei sistemi per la nomina degli amministratori. Negli USA, in particolare, il consiglio si vede attribuiti larghi poteri nella scelta dei propri membri, che solo formalmente spetta all'assemblea. Quest'ultima, infatti, è chiamata a deliberare sui candidati proposti dal consiglio medesimo, secondo un sistema di *plurality voting* per il quale non contano le astensioni, né possono essere espressi voti contrari. In pratica, se i candidati del consiglio conseguono ad esempio tre voti, pur a fronte di cento astensioni, essi vengono nondimeno eletti per il semplice fatto di avere riportato una pluralità di voti. Gli azionisti che volessero far pesare il loro dissenso e proporre candidati in opposizione a quelli del consiglio, dovrebbero promuovere una raccolta di deleghe a proprie spese. Peraltro, i costi della sollecitazione di deleghe negli USA sono elevatissimi (come del resto anche da noi), mentre gli amministratori in carica possono raccogliere deleghe a spese della società.

In questo sistema, che attribuisce un ruolo determinante al consiglio nella selezione dei suoi membri, tanto da assomigliare nei fatti ad un sistema di cooptazione, le procedure seguite dal consiglio per le nomine presentano una particolare delicatezza. In pratica gli amministratori, in particolare quelli indipendenti, debbono assicurare ai soci che la selezione avvenga nel loro reale interesse, come se fosse attuata dai soci medesimi. Il consiglio deve essere disegnato secondo criteri oggettivi dal punto di vista delle professionalità richieste e dell'indipendenza dei candidati-amministratori. La selezione deve essere attuata in modo imparziale, eventualmente con l'assistenza di "cacciatori di teste", al fine di individuare i candidati migliori per la società interessata.

Di tutto ciò si cura il comitato nomine, composto in maggioranza di amministratori indipendenti e incaricato di svolgere le attività di ricerca e selezione dei candidati per conto del consiglio. Il comitato, in genere, sovrintende anche al processo di auto-valutazione (*self-assessment*) del consiglio ed alla luce dei risultati della stessa individua i criteri da seguire nella nomina di nuovi amministratori. Per analoghi fini, il presidente del consiglio o il comitato nomine possono sentire i principali soci in merito al funzionamento del consiglio di amministrazione ed ai miglioramenti conseguibili.

Ha senso un comitato nomine nelle società "controllate"? A prima vista, non sembrerebbe. Gli azionisti di controllo hanno la maggioranza in assemblea e possono nominare i candidati che preferiscono. Tuttavia, nel caso di cooptazione, il comitato nomine può assistere il consiglio nella selezione di candidati. Più in generale, il comitato nomine può svolgere una funzione, sebbene più ridotta, anche nelle società "controllate". Anzitutto, la selezione dei candidati-amministratori indipendenti è più affidabile se compiuta dagli indipendenti che già siedono in con-

siglio o almeno con il loro concorso. Dunque, il comitato nomine potrebbe procedere alla selezione degli indipendenti da proporre in assemblea o almeno offrire al consiglio le proprie valutazioni in merito ai candidati che il socio di controllo intenda proporre. Inoltre, il comitato potrebbe essere incaricato della procedura di valutazione del consiglio ed alla luce dei risultati ottenuti formulare raccomandazioni in merito alla migliore composizione dello stesso ed ai profili professionali eventualmente richiesti per un suo più efficace funzionamento.

Altro tema importante nella revisione del Codice di autodisciplina è quello dei rapporti tra comitato per il controllo interno e collegio sindacale. Il primo assiste il consiglio nel monitoraggio sui controlli interni e sull'informazione finanziaria. Il secondo vigila sulla gestione sociale dal punto di vista dell'osservanza della legge e delle buone tecniche e discipline: anch'esso si occupa soprattutto di controlli interni e di informazione finanziaria. Tra comitato e collegio si verificano sovrapposizioni, che tuttavia non privano di utilità il comitato (anche se possono appesantire i controlli, rendendoli gravosi soprattutto per le società di minori dimensioni). Nella misura in cui il consiglio è un *monitoring board*, lo stesso ha bisogno di un'istruttoria per lo svolgimento delle proprie attività e questa è affidata al comitato per il controllo interno, che opera in una prospettiva *ex ante*, mentre il collegio tende ad operare *ex post* (cioè controlla quanto fatto, anziché istruire il da fare). Tale comitato generalmente coordina i propri lavori con quelli del collegio sindacale: è anzi buona pratica che uno dei sindaci partecipi ai lavori del comitato e che, nei casi più delicati, collegio e comitato tengano riunioni congiunte.

Il coordinamento potrebbe anche spingersi ad un'allocazione di compiti diversa da quella oggi prevista, ove il collegio sindacale si prestasse a svolgere certi controlli secondo le modalità proprie di un *audit committee* e, quindi, da una prospettiva *ex ante*, che fosse funzionale alle esigenze istruttorie del consiglio. Uno spunto in questo senso è offerto dall'esperienza delle società italiane quotate negli USA, le quali possono qualificare il collegio sindacale come *audit committee* per i fini del SOX. Quando ciò avvenga, il collegio sindacale si trova a svolgere gli ulteriori compiti previsti dal SOX, come ad esempio l'approvazione degli eventuali *non-audit services* prestati all'emittente dalla società di revisione o il ricevimento di denunce da parte di *whistleblowers*. Più in generale, il collegio sindacale di queste società deve comportarsi come un *audit committee*, cioè come un comitato di amministratori indipendenti. Nello stesso tempo, nelle società interessate resta in vita il comitato per il controllo interno, con le funzioni previste dal Codice di autodisciplina.

Non v'è dubbio che quello descritto sia un sistema complesso, poco adatto alle società di minori dimensioni. Tuttavia, l'esperienza delle società italiane quotate negli USA dimostra, da un lato, che il collegio sindacale può adempiere al ruolo di un comitato di *audit* in qualche modo adattando la propria operatività; dall'altro lato, che il nostro sistema di *governance* è flessibile e può ridurre la propria complessità - soprattutto nelle società di minori dimensioni - attraverso una riallocazione di compiti tra comitato per il controllo interno e collegio sindacale. L'importante è che il collegio sindacale si offra di interagire con il consiglio come se fosse un comitato di amministratori indipendenti, cioè operando da una prospettiva *ex ante*. I modi della riallocazione dovrebbero essere lasciati alle singole società che intendono procedervi. Ad esempio, una società potrebbe decidere che il monitoraggio del sistema di controllo interno sia compiuto esclusivamente dal collegio sindacale, che riferirà periodicamente al consiglio in merito al funzionamento del sistema medesimo ed ai controlli effettuati. Il consiglio, che resta responsabile

del sistema dei controlli interni, delibererà di apportare a questo sistema i miglioramenti che risultino necessari per ovviare alle manchevolezze segnalate dal collegio sindacale. Il comitato per il controllo interno potrebbe essere incaricato di suggerire al consiglio le modifiche da introdurre e di seguirne l'implementazione, operando come comitato *post-audit*.

Il ruolo degli amministratori indipendenti viene esaltato da due innovazioni relativamente recenti della *corporate governance* americana, che hanno trovato anche da noi le prime applicazioni. La prima è rappresentata dalle riunioni degli amministratori non-esecutivi in *executive sessions*, vale a dire in sessioni di lavoro del consiglio alle quali non partecipano gli amministratori esecutivi. Queste sessioni si occupano di materie sulle quali gli esecutivi si trovano in conflitto, come la valutazione del management effettuata annualmente dal consiglio.

La seconda innovazione è costituita dal *lead director*, che tra l'altro presiede le *executive sessions* del consiglio, tanto da essere anche definito come *presiding director*. Questa figura si spiega ricordando che negli USA non è richiesta (come, invece, nel Regno Unito) una separazione di cariche tra presidente del consiglio di amministrazione e amministratore delegato: il *CEO* è in genere anche *Chairman*. Per ovviare agli inconvenienti che un tale cumulo di cariche presenta in casi particolari, i consigli individuano un *lead director*. Questi è tipicamente un *independent director*, anche perché la stragrande maggioranza dei membri non-esecutivi dei consigli americani è formata da indipendenti. In casi recenti (che hanno riguardato società primarie come *AlG* e *Morgan Stanley*), la funzione del *lead director* ha avuto uno speciale rilievo nella risoluzione di crisi aziendali, che sono culminate nella sostituzione del *CEO*.

Anche nel Regno Unito le migliori pratiche raccomandano le riunioni del consiglio in *executive sessions*, ma queste sono presiedute dal *Chairman* che è persona diversa dal *CEO* e non ha poteri esecutivi. È previsto anche un *senior independent director*, con funzioni peraltro più limitate dell'omologo statunitense. Questo amministratore *senior* tiene i rapporti degli indipendenti con i soci, che nel Regno Unito sono soprattutto investitori istituzionali, alcuni dei quali attivi nel governo societario. Inoltre, questo amministratore conduce il processo di valutazione del *Chairman* e di nomina del nuovo *Chairman*, quando si tratti di sostituirlo. In situazioni di crisi aziendale, il ruolo del *senior independent director* è stato rilevante.

Simili pratiche cominciano ad essere seguite anche in Italia ed il nuovo Codice dovrebbe recepirle. Alcuni adattamenti, peraltro, potrebbero essere opportuni. Per le *executive sessions*, si pone la scelta tra riunioni dell'intero consiglio, senza gli amministratori esecutivi, e riunioni dei soli indipendenti. È difficile scegliere a priori: se si guarda al modello d'origine, negli USA le sessioni esecutive sono riunioni del consiglio cui gli amministratori esecutivi non partecipano; in pratica, sono riunioni di indipendenti, visto che questi compongono la stragrande maggioranza dei consigli. In Italia, solo alcune società hanno una maggioranza di indipendenti in consiglio: per esse, le sessioni esecutive potrebbero riguardare i soli indipendenti, per consentire agli stessi di discutere in piena libertà, senza essere condizionati dalla presenza di amministratori non-esecutivi troppo "vicini" al socio di controllo o di riferimento. Quando, invece, gli indipendenti siano in minoranza, le sessioni esecutive riguarderanno l'intero consiglio (tolti gli esecutivi), salva l'opportunità per gli indipendenti di incontrarsi periodicamente in separate riunioni. Dal punto di vista del Codice, la soluzione migliore è forse quella di lasciare alle società di scegliere le forme e i modi delle sessioni esecutive/riunioni di indipendenti.

La figura del *Lead Independent Director*

Anche la presidenza di queste riunioni dipende dalla struttura di *governance* delle singole società. Si faccia il caso di una società dove uno dei soci di controllo (o di riferimento) sia anche presidente esecutivo del consiglio. Le sessioni esecutive (o le riunioni di indipendenti che ne tengano il luogo) potranno essere presiedute da un *lead director* nominato tra gli indipendenti. Si immagini, invece, il caso di una società che abbia al vertice un presidente né esecutivo, né socio di controllo, ed un amministratore delegato. Le sessioni esecutive del consiglio saranno presiedute dal presidente del consiglio di amministrazione. Se però la società avesse una maggioranza di indipendenti in consiglio e questi tenessero loro riunioni (eventualmente con funzione di *executive session*, ad esempio per la valutazione degli esecutivi), le stesse dovrebbero essere presiedute da un *lead independent director*.

Questo fa capire che anche da noi il *lead (o senio) director* può avere una funzione, che è, anzitutto, quella di presiedere le sessioni esecutive del consiglio e di convocare e presiedere le riunioni di indipendenti che surrogano le sessioni esecutive o, comunque, siano ritenute opportune per la discussione ed analisi di temi consiliari. Nell'esperienza maturata sino ad oggi, in Italia, le riunioni di amministratori indipendenti hanno avuto, tra l'altro, ad oggetto operazioni di natura straordinaria (ad esempio fusioni) che gli interessati hanno ritenuto di approfondire e discutere, con l'assistenza di manager della società e di consulenti esterni, in vista delle riunioni consiliari nelle quali le operazioni medesime erano oggetto di delibera. Per questa via, le riunioni di indipendenti sono, ad un tempo, occasioni di approfondimento per i partecipanti e mezzo istruttorio per i lavori consiliari che seguiranno.

Le funzioni del *lead director* possono esplicitarsi anche su altri fronti, sempre avendo presente che questa non è una carica sociale, alla quale si accompagnino poteri in concorrenza con quelli dei vertici della società. In particolare, questa figura potrà costituire un elemento di raccordo tra il presidente del consiglio di amministrazione e gli amministratori indipendenti, al fine del miglior funzionamento dei lavori consiliari (ad esempio attraverso un incremento dell'informativa destinata al consiglio ovvero l'organizzazione di incontri con il management per l'approfondimento di specifici argomenti gestionali). Nello stesso tempo, il *lead director* potrà rappresentare gli indipendenti nei rapporti con gli azionisti (come previsto dalla prassi inglese sopra citata) ed assicurare che le istanze di questi possano essere esaminate e discusse nelle sedi opportune. In un sistema a proprietà concentrata, come il nostro, il *lead director* potrà rappresentare un punto di riferimento delle minoranza azionarie e, soprattutto, degli investitori istituzionali (senza, per questo, sostituire i vertici della società nei rapporti con gli azionisti).

Conclusioni

Poche parole per concludere questa relazione, sintetizzando la risposta che nella stessa ho cercato di dare al quesito relativo agli effetti del trapianto della figura dell'amministratore indipendente nella nostra realtà. Non vi è dubbio che alcuni dei ruoli dell'indipendente nei sistemi anglo-americani non sono da noi ripetibili, o almeno sono replicabili soltanto in società con azionariato interamente diffuso. Penso, soprattutto, alla funzione di *hiring and firing* degli amministratori esecutivi. Penso anche, più in generale, al fatto che, nelle società ad azionariato diffuso, il principale problema di agenzia si pone nei rapporti tra il management e gli azionisti, sicché gli indipendenti, in qualche misura, surrogano l'azionista di controllo nel monitoraggio del management. Nelle società "controllate", invece, gli indipendenti si occupano principalmente del problema di agenzia nei rapporti tra maggioranza e minoranza. Peraltro, anche nelle società "controllate" gli indipen-

denti, in quanto amministratori, partecipano al monitoraggio dei manager in senso ampio (cioè nell'interesse di tutti gli azionisti) e danno il loro contributo professionale alla definizione dei piani strategici ed all'approvazione delle più importanti operazioni sociali. In definitiva, seppure il trapianto in sistemi di governo societario a proprietà concentrata, in qualche misura, abbia compresso il ruolo degli indipendenti, agli stessi restano attribuite funzioni importanti che superano il puro controllo degli eventuali abusi della maggioranza a danno della minoranza. Non va trascurato, inoltre, che l'aumento del numero degli indipendenti nei consigli rende possibile l'introduzione di nuovi stili di *governance*, come quello rappresentato dalle riunioni in *executive sessions* che accentuano il ruolo degli indipendenti e permettono loro di operare in modo più coeso ed informato, anche attraverso la figura del *lead director*.

GLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO

Marco Onado

Università Commerciale "L. Bocconi" di Milano

Il contributo degli amministratori indipendenti alla *corporate governance* è uno dei temi più controversi sia nella prassi sia nella letteratura *law and economics*. È comunque significativo che negli Stati Uniti (e in larga misura anche in Europa) gli scandali finanziari hanno ovunque portato a rafforzare, con disposizioni sia di legge, sia di autodisciplina, i compiti e le responsabilità degli amministratori indipendenti. Negli Stati Uniti, l'ormai famosa legge *Sarbanes-Oxley Act* ha affidato a questi soggetti (e in particolare al comitato di *audit* da essi composto) il compito di vigilare sulle nuove severe disposizioni in materia di controlli interni e di controlli sul bilancio che dovrebbero evitare il ripetersi delle pratiche illecite alla base di casi come Enron e Worldcom. In particolare, la legge ha delegato alla Sec il compito di emanare regolamenti in base ai quali siano escluse dalla quotazione le imprese che non ottemperano ai codici di autodisciplina proprio per quanto riguarda nomina, requisiti e compiti degli amministratori indipendenti. In Europa, basti ricordare le comunicazioni della Commissione europea in materia di amministratori indipendenti, che testimoniano di una rafforzata fiducia negli effetti positivi che questi soggetti possono avere per il buon funzionamento delle società quotate.

È vero che a questa fiducia dei legislatori non corrisponde una evidenza empirica significativa e che molti autori hanno criticato proprio le disposizioni del *Sarbanes-Oxley Act* in materia di amministratori indipendenti.¹ Alcuni, proprio sulla base di un'ampia rassegna di analisi empiriche precedenti, ritengono addirittura che le disposizioni della legge americana siano solo frutto di una volontà politica di intervenire in modo tanto apparentemente severo quanto privo di efficacia pratica.² È peraltro evidente che questo filone di ricerca porta ad escludere che gli amministratori indipendenti siano condizione *sufficiente* di buona *corporate governance* (cosa che peraltro neppure i più ottimisti hanno mai sostenuto), non che essi siano una condizione necessaria. Del resto, al di là della difficoltà di arrivare ad una prova statisticamente valida su ampi campioni (con tutti i problemi di effettiva significatività che ciò comporta) l'esperienza della maggior parte delle società quotate conferma che la presenza di amministratori indipendenti viene sempre più apprezzata dagli investitori internazionali e che gli analisti finanziari cominciano a utilizzare nelle loro valutazioni anche dati ed elementi tratti dal modo di funzionamento del consiglio di amministrazione e del management.

In Italia invece gli scandali finanziari sembrano aver favorito una tendenza in senso opposto. Non solo lo scetticismo sul contributo possibile degli amministratori indipendenti sembra più radicato che mai, ma la stessa legge di riforma - giunta alla fine di un estenuante percorso durato oltre due anni - ha rinunciato a soluzioni analoghe a quelle della *Sarbanes-Oxley*, e ha addirittura mostrato di non comprendere la differenza fra amministratori indipendenti ed amministratori eletti con voto di lista.

Sugli amministratori indipendenti
in generale

¹ Larry E. Ribstein, *Sarbanes-Oxley After Three Years*, University of Illinois College of Law, Law and Economics Working Papers.

² Roberta Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, Yale International Center for Finance, Working Paper No. 04-37, 2004.

L'articolo 1 della legge³ impone infatti alle società quotate (e a quelle che emettono titoli a circolazione diffusa fra il pubblico) di prevedere per statuto la nomina dei consiglieri di amministrazione con voto di lista e, per dimostrare di essere totalmente all'oscuro dei meccanismi della democrazia societaria, ha imposto anche il voto segreto. Per quanto riguarda gli amministratori, si dispone che uno almeno dei posti deve essere coperto dalla lista di amministratori di minoranza che abbia espresso il minimo dei voti e che questi deve possedere i requisiti di indipendenza previsti dal Testo unico della finanza per i sindaci, oppure quelli più stringenti del codice di autodisciplina (il codice Preda), solo se lo statuto lo prevede.

Nel dibattito che ha portato alla legge si è molto discusso sulla opportunità di fare riferimento al voto di lista e assai meno sulla scarsa severità della norma nel suo complesso. In realtà, l'istituto del voto di lista ha dato ottimi risultati nelle società privatizzate e difficilmente potremmo escogitare un'altra strada per aumentare le garanzie di buon funzionamento dei consigli societari. Ma il voto di lista applicato senza ampliare il numero e i poteri degli amministratori indipendenti rischia di essere inefficace nella maggior parte dei casi, data la struttura proprietaria delle imprese italiane.

A questo fine bisogna innanzitutto ricordare che, delle 219 società quotate italiane, ben 183 sono controllate di diritto o di fatto o tramite un patto di sindacato. È quindi forte il pericolo che nei consigli di amministrazione vengano eletti, per di più con una patente di *difensores fidei* (titolo che come si ricorderà venne conferito a Enrico VIII, che di tutt'altro si occupò), personaggi espressi da azionisti di riferimento, diversi dalle minoranze che si vogliono proteggere e in particolare dagli investitori istituzionali. Ciò in primo luogo potrebbe aumentare il conflitto all'interno dei consigli di amministrazione, a tutto scapito dell'efficienza del processo decisionale e della capacità di prendere decisioni strategiche fondamentali: consigli di amministrazione polarizzati finiscono fatalmente per adagiarsi sul quieto vivere del piccolo cabotaggio, che è alla lunga suicida in un mondo fortemente concorrenziale e dinamico.

Oppure (e più probabilmente) potrebbe ulteriormente accentuare il fenomeno delle partecipazioni incrociate nei consigli di amministrazione (le *cross directorship*), che sono una manifestazione del carattere ancora parrocchiale del capitalismo italiano. Pochi gruppi (che minimizzano il loro impiego di capitale) avvolti in un intrico di partecipazioni incrociate, destinate a cementare patti di alleanza e non aggressione, più raramente a rappresentare una minaccia potenziale. La ragnatela si è accentuata da quando si sono dissolti i grandi gruppi di una volta (l'Iri, la Montedison, l'Olivetti, la Fiat) e rischia di avvolgere il capitalismo italiano in una struttura che lo rende poco contendibile e poco efficiente. Le partecipazioni incrociate nei *board* sono una componente fondamentale di questa situazione e si avvalgono spesso di soggetti che vengono definiti indipendenti in base alle norme attuali.

Tutto questo significa che in Italia grande è la confusione (anche nella testa del legislatore) in materia di amministratori indipendenti, e che la normativa primaria dovrà ancora essere rivista nella prossima legislatura, se vogliamo adeguarci alla migliore prassi internazionale. In questa ottica, credo che anche in Italia occorrerà puntare ancora sulla figura degli amministratori indipendenti. Dal *Codice Cadbury* in poi, gli amministratori indipendenti (*non-executive directors* nella

³ La tavola rotonda si è svolta quando la legge era ancora in discussione; poiché gli aspetti critici di quel disegno non sono stati corretti, ritengo opportuno ora fare riferimento al testo definitivo.

prima terminologia inglese) hanno rappresentato l'elemento comune a tutti i codici di autodisciplina. Ad essi è stato affidato, secondo l'efficace espressione di Sir Adrian, il ruolo di *policemen* e di *wise men*. Se quindi vogliamo ripristinare la fiducia nel funzionamento dei consigli di amministrazione, dobbiamo chiederci come è stato possibile che in tanti *board* fossero nominate persone che alla prova dei fatti non si sono dimostrate indipendenti e quindi non hanno potuto fungere né da poliziotti, né da saggi.

Negli scandali finanziari abbiamo invece visto definire come amministratori indipendenti professori appartenenti ad università che ricevevano dalla società donazioni di enorme importanza (Enron), professionisti che avevano avuto come cliente principale e quasi esclusivo l'azionista di maggioranza e/o che avevano contribuito in misura determinante a costruire l'indebitamento (Parmalat), amministratori bancari che ricevevano prestiti miliardari (in lire) per acquistare azioni della società (Bipop), clienti che ricevevano prestiti miliardari senza garanzie per favorire scalate e commettere reati di *insider trading* (Bpi) e via elencando in una serie di episodi che meriterebbero di alimentare una storia a puntate degli orrori finanziari dal titolo "Senza vergogna".

Mi sembra evidente che il punto cruciale stia nella definizione dei criteri di indipendenza e nel controllo sull'esistenza e sul mantenimento del requisito di indipendenza. Prima cioè di chiedere - come si sta giustamente facendo - di ampliare la presenza degli amministratori indipendenti e di chiedere che i comitati del consiglio (in particolare, quello di *audit*) siano composti esclusivamente da indipendenti, occorre dunque analizzare il problema della definizione dei requisiti di indipendenza e del relativo controllo.

Per quanto riguarda il primo aspetto, cioè la definizione dei requisiti, la situazione è molto differenziata. Ad esempio in Europa si va da definizioni molto ampie, quasi apodittiche, come quelle del *Codice Viénot II*: "*un administrateur est indépendant de la direction de l'entreprise lorsque il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société ou son groupe qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement*"⁴, a quello del *Combined Code* inglese che prevede una serie molto dettagliata di casi in cui l'indipendenza deve essere negata. La formulazione francese (non dissimile da quella di altri codici europei) apre la strada alla discrezionalità e soprattutto all'autoreferenzialità, in quanto porta quasi inevitabilmente alla facile e consolatoria conclusione che solo l'interessato è in grado di riconoscere ciò che può compromettere la propria libertà di giudizio.

Il punto è che nei codici europei prevalgono soluzioni "à la Viénot", soprattutto perché, come ricorda Hopt, in alcuni paesi come la Germania da un lato è prevalsa la tesi secondo cui i membri del comitato di sorveglianza sono per definizione indipendenti e dall'altro è diffuso il timore che una più precisa definizione di indipendenza possa togliere spazio ai rappresentanti dei lavoratori nel comitato stesso.

I codici anglosassoni adottano invece un approccio diverso e molto più dettagliato. Il *Combined Code*, ad esempio, prevede che:

- il Consiglio deve identificare ogni anno nella relazione di bilancio quali amministratori non esecutivi devono essere considerati indipendenti. Ciò evidentemente significa che le due categorie non coincidono e che ci possono essere non-esecutivi non indipendenti;

4 *Rapport du Comité sur le Gouvernement d'entreprise présidé par Mar Viénot*, Parigi, luglio 1999, p. 15.

- il Consiglio deve spiegare per ciascun consigliere la ragione per cui ritiene che questi sia indipendente "*in character and judgement*" e in particolare deve spiegare tale giudizio qualora ricorrano certe condizioni che potrebbero compromettere la libertà di giudizio del consigliere stesso;
- fra queste condizioni sono indicate le seguenti:
 - essere stato dipendente della società nei cinque anni precedenti;
 - avere avuto nei tre anni precedenti una "*material business relationship*" con la società;
 - aver ricevuto o ricevere dalla società compensi ulteriori rispetto a quello di amministratore oppure partecipare ai piani di *stock option* o pensionistici;
 - avere *cross-directorship* o avere rapporti significativi con altri consiglieri attraverso il coinvolgimento in altri consigli di amministrazione.

Nonostante questa maggior precisione e severità del codice, un rapporto ufficiale⁵ ritiene che le prassi in materia di indipendenza degli amministratori possano essere ulteriormente migliorate.

In ogni caso con riferimento alla definizione attuale inglese, merita di essere sottolineato sia il riferimento alle *cross directorship* come presunzione di mancata indipendenza, sia il maggior dettaglio nella definizione dei rapporti professionali. Si può infatti affermare che gli interessi di natura professionale hanno rappresentato il "tallone d'Achille" dell'indipendenza e dunque il primo punto su cui si deve intervenire. Richard Breeden, nel definire la *corporate governance* di MCI⁶, ha infatti esplicitamente negato l'indipendenza nei casi in cui "*the individual receives (or within the past three years has received) any form of compensation for services as an employee or as any outside consultant or other professional retained by the Company other than standard fees for board or committee service...*". E che non si tratti di un eccesso di zelo indotto da casi come Enron è dimostrato dal fatto che il nuovo codice di autodisciplina olandese contiene a questo proposito una norma molto simile⁷, con l'unica variante di limitare ad un anno il periodo da prendere in considerazione.

In definitiva, sulla questione dell'indipendenza degli amministratori rispetto ai rapporti professionali con la società, si confrontano ormai tre posizioni: la prima è quella che affida al singolo consigliere (e alla verifica dell'intero collegio) la responsabilità di definire la soglia oltre la quale l'indipendenza non sussiste; la seconda è quella di identificare delle soglie quantitative e qualitative come presunzione che ammette la prova contraria, che deve essere fornita dal consiglio di amministrazione. La terza è quella di identificare parametri assoluti che non ammettono prova contraria. I codici dell'Europa continentale adottano la prima soluzione, ma sembrano ormai maturi i tempi per muovere verso soluzioni più incisive, come quelle del *Combined Code* o quelle ancora più avanzate suggerite dal *Rapporto Higgs* o da Richard Breeden per MCI.

Un altro punto importante sollevato nel codice redatto da Breeden per il

⁵ *Review of the role and effectiveness of non-executive directors* (Cd Higgs Report), DTI, Londra, Gennaio 2003.

⁶ *Restoring Trust*, Report to the Hon. Jed. S. Rakoff, The United States District Court for the Southern District of New York on *Corporate Governance for the Future of MCI, Inc.*, Prepared by Richard Breeden, Agosto 2001.

⁷ *Corporate Governance Committee [c.d. Tabaksblat Committee]*, "*The Dutch corporate Governance Code. Principles of good corporate governance and best practice provisions*", 9 Dicembre 2003.

“dopo Worldcom” riguarda il numero massimo di cariche che ciascun amministratore indipendente può ricoprire (fissato in tre). Negli Stati Uniti, dove il numero delle società quotate è elevato, si erano diffuse prassi che avrebbero consentito solo ad esseri dotati di poteri sovranaturali di seguire tutte le società in cui ci si fregiava del requisito di indipendenza. Simili preoccupazioni sono ancora sconosciute agli estensori dei codici europei, nonostante che in molti casi la proliferazione delle cariche (se si esaminano per analogia anche i componenti dei collegi sindacali) rischi di assumere dimensioni preoccupanti. Ancora una volta l'Italia ha scelto la soluzione più dirigistica, prevedendo nella citata legge sul risparmio che un regolamento Consob fissi il numero massimo di cariche sociali.

Il controllo sull'applicazione effettiva dei codici di *corporate governance* rappresenta l'altro grande tema da affrontare. Sul punto, i codici esistenti hanno consentito un eccesso di autoreferenzialità, per effetto della quale certi consigli di amministrazione hanno potuto predicare bene, razzolare male e autoassolversi, anzi proporsi come modelli di buona condotta. Gli amministratori che adottano un codice di autodisciplina hanno un dovere di *accountability* che richiede una relazione approfondita sul lavoro svolto, su tempi e modi delle riunioni⁸, sui problemi emersi. Prescrizioni esplicite nei codici di autodisciplina sono quindi necessarie.

Ma naturalmente questo è il primo passo verso un controllo esterno dell'applicazione dei codici che finora è risultato gravemente carente. I codici europei sono basati sul principio della trasparenza o sul criterio, di poco più severo, del *comply or explain*. Ottima cosa: ma se nessuno chiede spiegazioni?

Il mercato (analisti esterni, investitori istituzionali, stampa specializzata) ha sicuramente peccato di coraggio, ma è anche vero che non è stato posto nella migliore posizione per esercitare il suo vaglio. I codici di autodisciplina hanno presentato punti deboli sia per quanto riguarda la trasparenza dell'applicazione, sia per quanto riguarda il controllo.

Dal primo punto di vista, sarebbe utile disporre ad esempio di informazioni comparate, selezionate e aggiornate, senza dover rincorrere le relazioni di bilancio di ciascuna società. Se le informazioni fossero disponibili in questo modo forse qualcuno si sarebbe accorto che Cirio si limitava a copiare pedissequamente il codice Preda nella sua relazione di bilancio, senza indicare chi fossero gli amministratori indipendenti (né avrebbe potuto farlo, visto che il consiglio era composto da familiari e professionisti di fiducia), oppure avrebbe potuto mettere a confronto le pratiche di Parmalat con quelle di altre società.

Appare quindi necessario che le organizzazioni che redigono codici di autodisciplina (non mi riferisco solo a quelli delle società quotate) assicurino un monitoraggio diretto, non delegato ad altre istituzioni, dell'applicazione effettiva e garantiscano la massima pubblicità alle informazioni relative, che - ripeto - devono consentire di individuare nominativamente gli scostamenti dalle raccomandazioni del codice. E sarebbe bene, aggiungo, che la stampa specializzata dedicasse a questa parte della relazione di bilancio delle società l'attenzione critica che essa merita.

Al solito, il legislatore ha sentito di percorrere una strada completamente diversa e ha previsto che sia la Consob a stabilire le forme di pubblicità cui sono sottoposti i codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori, a vigilare sulla veridicità delle informazioni riguardanti l'adempimento degli impegni assunti e addirittura ad irrogare le corrispondenti sanzioni in caso di violazione.

⁸ In questo modo si possono evitare casi come quello di Worldcom in cui il comitato di *audit* si è riunito per 3-6 ore all'anno.

Una simile impostazione è logicamente incoerente, troppo generica e gravida di effetti perversi. È logicamente incoerente perché tutti i codici di autodisciplina sono basati sull'adesione volontaria e sull'impegno degli aderenti a spiegare le eventuali deviazioni dai precetti, che sono sempre *best practices*, non norme comportamentali scolpite nel bronzo, che per definizione sono già nella legge. Trasformare l'obbligo di comunicazione al mercato in obbligo derivante dalla legge, passibile per lo più di sanzioni in via amministrativa, snatura la funzione stessa dell'autodisciplina.

La norma è anche troppo generica perché non si possono mettere nello stesso calderone il codice di *corporate governance* delle società quotate o quello delle società di gestione del risparmio e il codice delle varie categorie di operatori. In quali forme, ad esempio, dovrebbero essere assicurate informazioni sull'osservanza degli impegni relativi ai codici emanati da ABI, Assosim e promotori finanziari, che riguardano migliaia di persone?

Infine la norma può avere effetti perversi perché il timore della sanzione rischia di aumentare la prudenza dei redattori dei codici di autodisciplina, già impegnati nel difficile compito di persuadere una comunità di operatori, molti dei quali farebbero volentieri a meno di norme ulteriori rispetto a quelle strettamente di legge. I nostri codici di autodisciplina potranno sembrare troppo blandi e infatti sono stati accolti, come è anche accaduto per la prima versione del codice Preda, con il commento che "si poteva fare di più", ma va ricordato che erano molto più audaci di quanto avrebbe voluto la generalità degli operatori. Se fossero stati sottoposti a referendum, difficilmente sarebbero sopravvissuti.

In altre parole, non sentivamo alcuna necessità di sanzionare i sedicenti amministratori indipendenti di Cirio, Parmalat e Bpi: quello che volevamo e vogliamo è che non possano essere spacciati per amministratori indipendenti soggetti notoriamente legati a filo doppio agli azionisti di controllo dal punto di vista professionale.

Questa lunga premessa sugli equivoci sugli amministratori indipendenti che hanno caratterizzato il dibattito italiano e che hanno portato a soluzioni insoddisfacenti e totalmente disallineate rispetto alla prassi internazionale era necessaria, perché è ovvio che in materia di società di gestione del risparmio la confusione si ripresenti e venga pure amplificata da interessi non sempre limpidi, che intendono frenare lo sviluppo di questo importante segmento del risparmio gestito.

Anche qui va ricordato che in altri paesi e in particolare negli Stati Uniti dove il risparmio gestito è nato, il legislatore è sempre stato consapevole dell'importanza della *corporate governance* della società di gestione e ha da sempre individuato negli amministratori indipendenti una delle soluzioni fondamentali ancorché (è quasi superfluo ricordarlo) non esclusiva. La legge americana impone la presenza di amministratori indipendenti nella misura almeno del 40 per cento dei membri del consiglio dalla prima legge degli anni Trenta e la Sec ha da almeno un decennio (quindi ben prima degli scandali) avviato un dibattito per aumentare ulteriormente questo limite.

È ancora opportuno ricordare che gli Stati Uniti si sono preoccupati di controllare i conflitti di interesse dei gestori, nonostante che in quel paese le società di gestione non siano normalmente possedute da banche. In altre parole, diversamente da quanto molti sembrano credere nel nostro paese, il problema nasce indipendentemente dalla struttura proprietaria, solo assume connotazioni diverse nei vari casi, esattamente come accade per la *corporate governance* delle società quotate che presenta rischi diversi e quindi richiede soluzioni diverse nelle *public compa* -

nies o nelle società a controllo familiare. Negli Stati Uniti, gli interessi dei manager possono prevalere su quelli degli azionisti (o degli investitori nei fondi comuni); in Europa, il problema viene invece soprattutto dai proprietari delle società di gestione: se il controllo è accentrato, gli interessi degli investitori possono essere pregiudicati, e questo indipendentemente dal fatto che il controllore sia una banca o un altro soggetto.

Non solo: la crescente estensione anche negli Stati Uniti dei segmenti di business occupati dai principali operatori rende sempre più difficile affermare che in quel paese vi è totale separazione fra proprietà delle *investment companies* e attività di produzione o soprattutto distribuzione.

È significativo che, nonostante ciò, l'azione della Sec sia rivolta a potenziare ruolo e responsabilità degli amministratori indipendenti nelle società di gestione del risparmio, come dimostra il recente documento che contiene una affermazione di principio che merita di essere riportata per esteso. *"To be truly effective, a fund board must be an independent force in fund affairs rather than a passive affiliate of management. Its independent directors must bring to the boardroom "a high degree of rigor and skeptical objectivity to the evaluation of management and its plans and proposals," particularly when evaluating conflicts of interest. They must commit their time and energy, and devote themselves to the principles set forth in the Investment Company Act and state corporate and trust law under which the fund is organized"*⁹.

Il protocollo di autonomia di Assogestioni (un'altra delle realizzazioni meritorie di questa associazione) ha avuto l'obiettivo fondamentale di incoraggiare i gestori italiani ad adeguarsi alla prassi internazionale (e alle norme americane), indicando quali sono i campi in cui la società di gestione incontra conflitti di interesse (non solo quelli relativi al gruppo di appartenenza) e individuando le modalità di funzionamento del consiglio di amministrazione e della società in generale utili per gestire al meglio questi conflitti.

Valgono a questo proposito le considerazioni già svolte per quanto riguarda la *corporate governance* delle società quotate e il ruolo che in esse possono svolgere gli amministratori indipendenti. Anche in questo caso, piuttosto che lasciarsi vincere dallo scetticismo e dalla facile tentazione di fare di ogni erba un fascio, da alcuni casi critici, che comunque non possono essere negati, credo anzi che la linea da seguire in futuro sia quella di dare maggiore trasparenza alla applicazione effettiva dei principi di buona *corporate governance*, anche per massimizzare la capacità del mercato di selezionare i comportamenti virtuosi dagli altri.

La prima questione rinvia ancora al tema della trasparenza sulle applicazioni concrete, con un'ulteriore complicazione rispetto al codice di autodisciplina delle società quotate, perché il bilancio della Sgr non è soggetto alle forme di pubblicità previste per quelli delle società quotate. La seconda questione è analoga a quella che si pone per le società quotate: occorre infatti distinguere tra l'applicazione formale e l'applicazione sostanziale; distinguere, come diceva Francesco Chiappetta circa l'analisi che fa Assonime, fra le dichiarazioni rese sulla attuazione e l'attuazione effettiva. Credo che le società di gestione siano le prime a dover fare qualcosa a questo riguardo. In particolare le iniziative di alcune Sgr di sottoporsi ad *assessment* esterni e obiettivi, veri e propri *rating* della *corporate governance*, sono molto importanti e devono avere la massima visibilità.

⁹ Securities And Exchange Commission, *Investment Company Governance*, Document 17 CFR Part 270 [Release No. IC-26520; File No. S7-03-04], settembre 2004.

Il legislatore italiano ha invece deciso di puntare in tutt'altra direzione e, ancora una volta, ha puntato sulla soluzione più dirigistica possibile. Anche in questo caso, trascurando le critiche mosse alle varie versioni di legge, il testo definitivo affida al Governo il compito di emanare appositi decreti legislativi volti a regolare i conflitti di interesse dei vari soggetti del risparmio gestito, fra cui i fondi comuni che erano gli unici ad essersi dati regole di comportamento degne di questo nome.

Credo che l'unico effetto concreto sarà quello di aumentare il costo della regolamentazione italiana, già più elevato della media europea, ma non quello di aumentare la protezione effettiva dei risparmiatori. Di più, l'idea che in una società di gestione che garantisce la indipendenza dei processi di investimento debba essere soggetta a limitazioni sul volume massimo degli investimenti in un singolo titolo in relazione alla composizione dei prestiti della casa madre è semplicemente aberrante dal punto di vista logico e quel che è peggio può distorcere a tal punto le scelte effettive rispetto al portafoglio ideale (o semplicemente rispetto al portafoglio di mercato) da avere effetti devastanti per i fondi e per le stesse società quotate.

Un'ultima considerazione: la sfida che gli amministratori indipendenti devono aiutare a vincere non è solo quella del controllo dei conflitti di interesse, ma - soprattutto in un mondo di bassi tassi di interesse - quella del contenimento dei costi complessivi della gestione.

Consentitemi una breve esemplificazione, che è un sottoprodotto di un *paper* che Daniele Fano e io abbiamo prodotto per una ricerca Assogestioni, coordinata da Marcello Messori. Abbiamo calcolato il rapporto fra il totale dei costi di gestione e il totale dei versamenti effettuati sull'arco di trenta anni; questo rapporto va dal 10% se il *total expense ratio* è dello 0.50% (ipotesi oggi irrealistica), fino al 40% nel caso che il *total expense ratio* sia del 2.50%. Non possiamo promettere moltissimo ai futuri pensionati se i costi di gestione si avvicinano alla seconda delle due ipotesi fatte. E non è una grande consolazione ricordare che i fondi comuni sono sempre la categoria di risparmio gestito che assicura la maggior trasparenza su questo fronte.

Credo invece che i fondi comuni debbano dimostrare anche su questo difficile terreno di sapere affrontare la sfida del mercato e agire nel migliore interesse dei risparmiatori. La buona *corporate governance* e gli amministratori indipendenti non sono la panacea a tutti i problemi, ma sono certamente una soluzione che ha dato primi frutti importanti e che merita di essere perseguita ancora, con sempre maggior decisione.

LA GOVERNANCE DEI FONDI PENSIONE

Marcello Messori

Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"

La *governance* delle forme previdenziali riveste un ruolo di grande importanza per la costruzione di un efficiente secondo pilastro e per la connessa definizione di un efficace rapporto fra tali forme e i loro aderenti. A quest'ultimo riguardo, è importante distinguere subito fra modalità di adesione individuale e modalità di adesione collettiva. Le adesioni individuali, che possono essere rivolte ai Fondi pensione aperti e sono tipiche dei Piani individuali di previdenza, non definiscono un rapporto con una specifica connotazione previdenziale. Esse si configurano piuttosto come rapporti contrattuali individuali nel mercato finanziario, che traggono la loro natura previdenziale quasi esclusivamente dalla denominazione e dalle caratteristiche normative e fiscali del servizio scambiato: una polizza previdenziale anziché una polizza vita; una quota di un fondo pensione aperto anziché una quota di un fondo comune di investimento. Viceversa le adesioni collettive, che sono tipiche dei Fondi pensione contrattuali (FPc) e che riguardano anche i Fondi pensione aperti (FPa), definiscono rapporti con peculiarità previdenziali che influiscono sull'oggetto del servizio scambiato. In tale caso, diventa rilevante l'organizzazione e il governo societario delle forme previdenziali.

Ecco perché il titolo del mio intervento non si riferisce ai problemi di *governance* delle forme previdenziali, ma alla *governance* di quel sottoinsieme di forme previdenziali che sono i fondi pensione ad adesione collettiva.

Per sviluppare quest'ultimo tema, è opportuno prendere le mosse da un confronto fra l'attuale governo societario e l'organizzazione dei FPc e quelle dei FPa con adesione collettiva.

Come è noto, i FPc hanno la forma giuridica di associazione. I loro principali organi sono costituiti dall'Assemblea, che rappresenta gli aderenti, e dal Consiglio di amministrazione che è eletto dall'Assemblea. La composizione degli organi di amministrazione è paritetica, nel senso che si fonda su una presenza equidistribuita dei rappresentanti delle fonti istitutive che hanno creato il FPc. Il Consiglio di amministrazione è il responsabile degli atti del FPc nei confronti degli aderenti. Esso non detiene, però, la gestione finanziaria diretta del patrimonio del fondo che è demandata a gestori professionali. Ciò non implica che i membri del Consiglio di amministrazione di un FPc siano estranei rispetto ai problemi finanziari del fondo. La normativa prevede infatti che il Consiglio di amministrazione mantenga il difficile e fondamentale compito di definire la cosiddetta allocazione strategica delle attività finanziarie, mentre i gestori professionali selezionati hanno il compito di attuare la connessa allocazione tattica delle attività (essenzialmente, *stock picking* e *market timing*). Inoltre, il Consiglio di amministrazione deve controllare l'esecuzione del mandato da parte dei gestori e verificarne analiticamente i risultati.

I FPa non posseggono invece personalità giuridica nel senso che sono parte societaria dell'intermediario finanziario (gruppo bancario, compagnia di assicurazione, società di intermediazione mobiliare) che li ha costituiti. Il patrimonio del FPa è, comunque, un patrimonio finanziario separato rispetto a quello della società di appartenenza e viene gestito direttamente dagli investitori professionali del fondo. Ne deriva che gli aderenti a un FPa hanno la possibilità di valutare la

1.

2.

competenza professionale dei responsabili del fondo ma non possono contare su canali di rappresentanza.

Queste poche considerazioni sono sufficienti a far emergere i *trade off* fra rappresentanza e competenza che caratterizzano il confronto fra la *governance* dei FPc e quella dei FPa con adesione collettiva. Nei FPc il disegno e la composizione degli organi sono volte a soddisfare il principio della rappresentanza; non è tuttavia evidente che la composizione paritetica degli organi di amministrazione valorizzi le professionalità più idonee a scegliere un'efficiente *asset allocation* strategica e a gestire in modo ottimale i sofisticati strumenti di controllo del rischio e di verifica dei risultati finanziari. D'altro canto, nei FPa con adesione collettiva il disegno societario è volto a massimizzare l'offerta di professionalità finanziarie con scarsa attenzione per i problemi di rappresentanza degli aderenti. Volendo usare una frase ad effetto, si potrebbe affermare che i FPc sacrificano la competenza alla rappresentanza, mentre i FPa sacrificano la rappresentanza alla competenza.

3.

Questa prima conclusione porta alla formulazione di due ovi interrogativi:

1. È possibile rafforzare le competenze dei Consigli di amministrazione dei FPc senza sacrificare le forme di rappresentanza?
2. È possibile rafforzare la rappresentanza nei FPa con adesione collettiva senza interferire con la valorizzazione delle professionalità?

La risposta agli interrogativi 1 e 2 non è affatto semplice. Qui mi accontenterò di indicare alcune linee preliminari e molto generali di riflessione che richiederanno, in altra sede, adeguati approfondimenti.

Per quanto riguarda i FPc, una prospettiva interessante potrebbe essere quella di introdurre nel Consiglio una quota di amministratori indipendenti e professionalizzati, che non rientrino nel computo della composizione paritetica degli organi amministrativi. Ciò determinerebbe una sorta di specializzazione del Consiglio di amministrazione dei FPc: la parte maggioritaria dei suoi membri continuerebbe a rappresentare, con pesi paritetici, le fonti istitutive; un'altra parte minoritaria di membri, per così dire, "fuori quota", sarebbe selezionata solo in base alle sue elevate competenze professionali. Al fine di evitare che questi due sottoinsiemi finiscano per fungere da corpi separati nell'ambito di un medesimo organo, sarebbe essenziale una netta distinzione delle competenze ma anche una chiara specificazione delle comuni responsabilità. La parte dei membri tecnici dovrebbe godere della massima autonomia nel proporre un disegno di *asset allocation* strategica e nel predisporre un progetto e possibili strumenti per il *monitoring* dell'attività dei gestori professionali e per il controllo del relativo rischio. La parte degli altri membri dovrebbe studiare e proporre soluzioni per i problemi amministrativi e gestionali del FPc. Le scelte definitive, sia in ambito finanziario sia in ambito amministrativo-gestionale, dovrebbero però spettare all'intero Consiglio di amministrazione che ne condividerebbe, così, la piena responsabilità.

Per quanto riguarda i FPa con adesione collettiva, la via più ovvia per dare spazio alla rappresentanza degli aderenti consiste nell'istituire un organismo di sorveglianza. Tale organismo non dovrebbe diventare un organo dell'intermediario finanziario che gestisce societariamente il FPa. Pur rimanendo 'esterno' rispetto al FPa, esso dovrebbe comunque esprimere un'adeguata rappresentanza degli aderenti e disporre di poteri di *monitoring* e di verifica rispetto alle scelte e alle azioni dei responsabili finanziari del FPa.

Prima di riprendere qualche ragionamento rispetto agli “organismi di sorveglianza” dei FPa, è opportuno sottolineare quanto sia problematico applicare le innovazioni di *governance* sopra tratteggiate ai prodotti previdenziali individuali. Sarebbe infatti pressoché impossibile costruire un efficace e rappresentativo organismo di sorveglianza nel caso di piani individuali di previdenza; e sarebbe altrettanto difficile effettuare un monitoraggio efficiente di forme individuali differenziate o effettuare una verifica dei risultati raggiunti da forme previdenziali di tipo assicurativo, che calcolano i loro risultati in termini di costi storici.

Tali considerazioni hanno un’importante implicazione di sistema. Se si conviene circa la sostanziale impossibilità di omogeneizzare la *governance* dei fondi pensione ad adesione collettiva con quella delle forme previdenziali ad adesione individuale, diventa velleitario porre in concorrenza tutte le diverse forme previdenziali. Nel campo della previdenza complementare (così come in quello di altri beni e servizi “di merito”), l’effettiva e piena concorrenza presuppone un livello minimo di omogeneità nelle modalità di *governance*. Ne deriva un’ovvia conclusione: non è auspicabile ricondurre le diverse forme previdenziali nell’ambito del secondo pilastro; rimane essenziale mantenere distinti il secondo pilastro, dove dovrebbero competere i fondi pensione con adesione collettiva, e un terzo pilastro previdenziale, dove dovrebbero competere le forme previdenziali ad adesione individuale.

Il D.lgs 243/2004, che ha ridefinito il quadro normativo della previdenza complementare, e che è di recente sfociato nei decreti attuativi che entreranno in vigore nel 2008, ha compiuto qualche passo avanti sul terreno della *governance* dei FPa. Esso ha infatti richiesto che il responsabile del FPa, fino a ora ridotto al rango di un funzionario dell’intermediario finanziario che possiede il fondo, acquisti indipendenza e sia dotato di qualifiche specifiche. Soprattutto, esso ha previsto l’istituzione di organismi di sorveglianza per i FPa con adesione collettiva. Per giunta, il nuovo quadro normativo ha riconosciuto la necessità di definire “regole comuni”, anche e soprattutto in termini di trasparenza, fra le diverse forme previdenziali in concorrenza; e, al fine di sostanziare tale aspetto, ha previsto la “unitarietà e la omogeneità” della vigilanza sul secondo pilastro previdenziale.

Peccato che questi condivisibili intenti siano contraddetti da un aspetto di fondo della nuova legge¹: l’obiettivo di assicurare piena concorrenza fra i fondi pensione ad adesione collettiva e le forme previdenziali ad adesione individuale. Come dovrebbe risultare con nettezza da quanto prima sostenuto, la mia tesi è che una piena concorrenza fra FPa e FPa con adesione collettiva è fortemente auspicabile e possibile, ma richiede una omogeneizzazione fra la *governance* di questi due tipi di fondo pensione; al contrario, è distorsivo imporre una concorrenza (parziale) fra i fondi pensione ad adesione collettiva e le forme previdenziali ad adesione individuale.

Le linee di *governance*, abbozzate nel D.lgs. 243/2004, sono state peraltro anticipate e completate dal dibattito fra attori di mercato ed esperti in materia previdenziale. Per esempio, qualche anno fa si era avviato un dibattito fra alcuni presi-

4.

5.

¹ Essi sono anche contraddetti da leggi non direttamente concernenti la previdenza complementare. Basti ricordare, al riguardo, che la recente legge sulla tutela del risparmio prevede di attribuire all’Isvap competenze sulle forme previdenziali di origine assicurativa, ledendo così l’unitarietà della regolamentazione del secondo pilastro previdenziale che il D.lgs 243/2004 e i connessi decreti attuativi attribuiscono alla Covip.

6.

denti dei FpC ed 'esperti' di finanza in merito alla proposta di accrescere e di specializzare le competenze finanziarie in seno ai Consigli di amministrazione. Ciò avrebbe dovuto preparare le condizioni perché i compiti di scelta dell'*asset allocation* strategica e di controllo del rischio finanziario fossero svolti in modo adeguato ed efficiente. I primi risultati del dibattito erano sfociati in una duplice proposta:

- prevedere, come già accennato prima, un nucleo di amministratori di elevata professionalità e di provata indipendenza che si assumessero la responsabilità di istruire le pratiche in materia strettamente finanziaria di competenza dei Consigli di amministrazione dei FpC;
- assicurare che le scelte e le decisioni effettive dei Consigli di amministrazione dei FpC scaturissero da un confronto fra tutti i membri (indipendenti e non), in modo che le deliberazioni dell'organo e le conseguenti assunzioni di responsabilità fossero collegiali.

Al fine di approfondire questa duplice proposta, si era poi convenuto circa l'opportunità di esaminare il modello britannico dei *trustee advisors* indagando, in particolare, il rapporto fra i compiti di tali *advisor* e le decisioni dei Consigli di amministrazione.

D'altro canto, Assogestioni si era fatta carico di elaborare una proposta riguardante la *governance* dei FPa con adesione collettiva. I capisaldi di tale proposta erano tre:

1. l'indipendenza della figura del responsabile del FPa, che non avrebbe più potuto identificarsi con un funzionario dell'intermediario finanziario promotore del fondo;
2. l'istituzione di un unico organismo di sorveglianza per ciascun FPa con adesione collettiva, in grado di rappresentare (in base a procedure elettive, variamente organizzate) i diversi gruppi di aderenti a livello nazionale;
3. una definizione delle competenze di tale organismo, esterno al FPa, che fosse finalizzata a non interferire con l'attività dei responsabili del FPa ma - al contempo - ad assicurare l'esercizio di un effettivo controllo indiretto da parte degli aderenti.

7.

Come si è già notato, il D.Lgs. 243/2004 aveva in parte recepito le indicazioni provenienti dagli attori di mercato riguardo alla *governance* dei FPa. Esso identificava i responsabili di tali fondi e dei FpC con figure "particolarmente qualificate e indipendenti" e prevedeva "organismi di sorveglianza" per i FPa con adesione collettiva. Si dovrebbe notare, per inciso, che ciò creava una ingiustificata asimmetria fra la *governance* dei fondi pensione (aperti) e quella dei piani individuali di previdenza (Pip). Qui è però ancora più importante notare che i decreti attuativi di recente approvazione (dicembre 2005) hanno - per molti versi - peggiorato il quadro rispetto al D.Lgs 243/2004.

È vero che questi decreti estendono l'obbligo della figura del responsabile ai Pip e ne prevedono un certo grado di indipendenza rispetto alla "casa madre"; tuttavia, disegnano anche un organismo di sorveglianza per i FPa con adesione collettiva con competenze sostanzialmente analoghe a una parte di quelle del responsabile, e privo di qualsiasi rappresentatività rispetto agli iscritti (due membri designati dai soggetti istitutori del FPa). Il tentativo di superare l'ultimo problema, prevedendo la nomina di due rappresentanti (l'uno per l'azienda e l'altro per i lavoratori) per ciascuna adesione collettiva ai FPa almeno pari a 500 unità, rischia poi di rendere ingestibile, dunque ancora più inutile, l'organismo di sorveglianza; oltre a non tutelare le adesioni al di sotto delle 500, esso infla-

zione infatti il numero dei membri di questo organismo ogniqualvolta i FPa abbiano successo.

I decreti attuativi in esame pervengono a risultati - se possibile - ancora più paradossali riguardo alla *governance* dei FPa. La presenza del responsabile del Fondo, nominato dal Consiglio di amministrazione, confligge con le competenze dell'Assemblea o con quelle dello stesso Consiglio. Tale responsabile può essere infatti considerato come un controllore dell'attività del Consiglio oppure come una sorta di amministratore delegato. Ciò rende paradossale la previsione che possa fungere da responsabile o un membro del Consiglio di amministratore o il direttore del fondo. In particolare, nel secondo caso si avrebbe che il controllato può controllare il controllore oppure che può essere delegato a controllare se stesso.

Le considerazioni, sopra svolte, sottolineano la necessità di ulteriori aggiustamenti normativi e organizzativi per la definizione di un'adeguata *governance* dei fondi pensione con adesione collettiva. Del resto, un adeguato e omogeneo assetto di *governance* è condizione necessaria per costruire un'efficace forma di concorrenza nell'ambito del secondo pilastro previdenziale. L'auspicio è che, una volta affrontato il problema della *governance*, emerga l'impossibilità di istituire una piena concorrenza fra fondi pensione con adesione collettiva e forme previdenziali ad adesione individuale. Il che sottolinea come la costruzione di un sistema previdenziale a tre pilastri e la definizione di una *governance* efficace per ciascuna forma previdenziale siano problemi strettamente connessi.

8.

LA PROSPETTIVA DELL'AZIONISTA DI CONTROLLO DELLA SOCIETÀ DI GESTIONE, LA BANCA CAPOGRUPPO E IL PROCESSO DI INDIPENDENZA

Stefano Preda

Politecnico di Milano

Vorrei introdurre il mio tema con una considerazione sugli amministratori indipendenti, perché il protocollo di autonomia che riguarda le Sgr è fortemente focalizzato su questo tema, oltre a trattare alcuni altri aspetti forse di minor rilevanza. Riguardo al tema degli amministratori indipendenti, spesso oggetto di critiche ispirate a scetticismo, ritengo sia in primo luogo importante valutare se e cosa vi possa essere di meglio o di alternativo al sistema di *corporate governance*, basato in tutto il mondo sulla presenza degli amministratori indipendenti e sul loro ruolo.

Ho molti dubbi sul fatto che gli amministratori indipendenti possano essere sostituiti da quelli di minoranza, come a volte viene proposto; ritengo infatti che le minoranze acquistino una certa importanza solo se rappresentate da investitori istituzionali. In questo modo infatti la loro rilevanza si avvicina a quella degli amministratori indipendenti, caratterizzati da assenza di conflitti di interesse. Per quanto riguarda invece le altre minoranze, ovvero gli investitori non istituzionali, possiamo trovarci di fronte a diverse situazioni: da minoranze che hanno interessi, anche se magari non in conflitto, verso l'azienda in cui vorrebbero essere rappresentate in consiglio, a quelle, ancor peggio, che hanno un interesse in conflitto. La mia esperienza personale mi ha portato a frequentare molto più il mondo bancario e finanziario che quello industriale, e ho la sensazione che si debba prestare molta attenzione al tema spesso trascurato della concorrenza degli amministratori, verso le società in cui svolgono tale funzione. Finalmente il codice civile nella nuova versione del diritto societario affronta un po' più seriamente questo tema. In ogni situazione in cui qualcuno si candida ad entrare come azionista, per esempio in una banca, si deve porre attenzione principalmente al tema della concorrenza verso le attività svolte da tali soggetti, se vogliono essere rappresentati nei consigli.

Per venire al tema specifico delle Sgr è necessario contestualizzare il problema specifico della loro *governance* nell'ambiente di riferimento in cui si opera. Nel contesto italiano quando il codice di autodisciplina tratta le tematiche di *corporate governance* è importante tenere in considerazione il fatto che viviamo in un contesto di aziende caratterizzate dal controllo di diritto o di fatto, familiare o di patti di sindacato, diversamente quindi dal caso delle *public company* anglosassoni. Inoltre quando ci occupiamo di questo tema dobbiamo prendere in considerazione la struttura del settore: non ci sono in Italia Sgr indipendenti; quasi tutte infatti appartengono a gruppi bancari, nessuna società è quotata, la quasi totalità ha come unico cliente il gruppo bancario e, solo in alcuni casi, ci sono società consortili che arrivano ad avere 10-15 clienti. Questa è certamente una schematizzazione del settore che può dimenticare qualche caso differente, ma che ci aiuta a inquadrare la problematica.

Per quanto riguarda i costi per il cliente finale in una Sgr non si possono non considerare i contratti di distribuzione fra Sgr e gruppo bancario, normalmente non negoziati in condizioni di equilibrio di forza, perché il secondo è il proprietario della prima; di conseguenza l'ottica con cui si analizza il sistema di *governance* è fortemente condizionata da questa struttura proprietaria.

Ci si può chiedere quale sia il punto di vista della capogruppo nei rapporti con

la Sgr. Ne possiamo individuare tre: 1) la prospettiva come capogruppo; 2) la prospettiva come azionista; 3) la prospettiva come distributore.

1) La capogruppo bancaria, secondo la nostra legislazione societaria corrente, oltre ad avere gli obblighi e i doveri contemplati nella riforma del diritto societario è soggetta anche a tutte le regolamentazioni delle autorità di vigilanza della Banca d'Italia.

Nei gruppi bancari è infatti prevista una unitarietà di vigilanza a discapito delle autonomie operative delle singole società del gruppo. Gli statuti delle società controllate sono soggetti alle direttive del gruppo bancario; questo è un tema che tocca anche i profili di autonomia del Consiglio di Amministrazione di una controllata di un gruppo bancario. Questo tema condiziona anch'esso la struttura e di conseguenza la *governance* del settore. Tale regolamentazione di fatto svuota gran parte della *governance* societaria delle società dei gruppi bancari per riportarla alla capogruppo; se a ciò aggiungiamo che le Sgr dei gruppi bancari normalmente distribuiscono la totalità o la gran parte dei propri prodotti attraverso i canali della capogruppo, ci accorgiamo che di fatto l'esistenza di un cliente finale si sfuma spesso all'orizzonte per la Sgr. Per fare solo un esempio, sono le banche e non le Sgr che commissionano le indagini per capire e conoscere i desideri dei clienti e il loro grado di soddisfazione; i clienti infatti sono della banca e la Sgr è una società prodotto.

2) La banca, in secondo luogo, dovrebbe guardare alla Sgr con l'ottica dell'azionista che intende massimizzare il valore del suo investimento. Invece anche su questo punto la situazione appare singolare perché le Sgr a controllo bancario hanno dei valori che pochi conoscono con esattezza. Appare evidente che sul mercato hanno un valore superiore (in termini di multipli) le società indipendenti rispetto a quelle appartenenti a gruppi bancari. Ritengo che ciò sia dovuto in larga misura ai loro sistemi di governo che si riflettono sul *pricing* e sulla qualità (qualità che è molto importante perché, se si deve guardare a un mondo sostanzialmente *captive*, è chiaro che il livello di concorrenza diventa molto limitato. L'idea del *multibrand*, dell'architettura aperta, etc, in molte situazioni è molto lontana da quello che ci si aspetta, e si traduce di fatto in poca concorrenza, meno efficienza, meno tensione sui risultati).

3) La terza prospettiva della banca capogruppo nei confronti della Sgr è quella del distributore. In questo caso l'interesse è forte perché i prodotti gestiti dalle Sgr sono fondamentali per l'offerta ai clienti, diretta e tramite le gestioni individuali. Di conseguenza la gran parte dell'attenzione della capogruppo verso la Sgr si concentra sull'attività di distribuzione dei fondi.

Se questa che ho disegnato a grandi tratti è una situazione condivisibile bisogna riconoscere che il problema è strutturale. L'Italia è un Paese in cui le società di gestione non sono autonome ma fanno parte di gruppi bancari. Questa situazione strutturale inevitabilmente porta prima o poi ad incorrere in conflitti di interesse.

Quali sono i conflitti di interesse tipici all'interno di un gruppo bancario nei confronti delle attività di gestione? A mio giudizio ne esistono alcuni che sono più rilevanti di altri:

a) conflitti di interesse della banca che fa credito alle imprese, soprattutto alle

- grandi imprese, e in particolar modo se sono quotate;
- b) conflitti di interesse delle attività di *investment banking*;
 - c) conflitti di interesse del portafoglio di proprietà;
 - d) anche nelle attività di collocamento titoli infine possono esistere potenziali conflitti di interesse.

Come si reagisce a un conflitto di interesse? Innanzitutto con l'autoregolamentazione, ma anche con la regolamentazione normativa, che però trova sia nel mondo assicurativo sia nel mondo finanziario resistenze molto forti.

Il tema fondamentale è come si riesce a dare trasparenza. Una soluzione è con i tentativi dei protocolli di autonomia. I protocolli di autonomia affermano che devono esserci degli amministratori indipendenti che devono vagliare le decisioni dove ci sono le situazioni di conflitto.

Per concludere ritengo che i problemi relativi ai conflitti di interesse andrebbero innanzitutto affrontati in termini strutturali e poi in termini di controllo; credo che in termini strutturali riusciremo a risolverli quando vedremo una industria italiana del risparmio gestito che cominci a far sorgere qualche soggetto nazionale credibile ed indipendente.

Officina Grafica la Commerciale
Milano
Finito di stampare maggio 2006

www.assogestioni.it