

Corporate governance e scenari di settore delle imprese

PERFORMANCE SISTEMI DI CONTROLLO MADE IN ITALY

a cura di

PAOLA DEMARTINI, PATRIZIO GRAZIANI, SALVATORE MONNI



Roma TrE-Press
2016

Università degli Studi Roma Tre
Dipartimento di Studi Aziendali

Corporate governance e scenari di settore delle imprese

1

PERFORMANCE
SISTEMI DI CONTROLLO
MADE IN ITALY

a cura di

PAOLA DEMARTINI, PATRIZIO GRAZIANI, SALVATORE MONNI



Roma TrE-Press

2016

Responsabile:
Paola Demartini

Coordinamento scientifico:

Simona Arduini (Università degli Studi Roma Tre), Andrea Bernardi (Manchester Metropolitan University), Lucia Biondi (Università degli Studi Roma Tre), Massimiliano Celli (Università degli Studi Roma Tre), Francesca M. Cesaroni (Università degli Studi di Urbino “Carlo Bo”), Mara Del Baldo (Università degli Studi di Urbino “Carlo Bo”), Paola Demartini (Università degli Studi Roma Tre), John Dumay (Macquarie University, Sydney), Fabio Giulio Grandis (Università degli Studi Roma Tre) Patrizio Graziani (Università degli Studi Roma Tre), James Guthrie (Macquarie University), Aino Kianto (LUT University, Finland), Francesco Manni (Università degli Studi Roma Tre), Michela Marchiori (Università degli Studi di Roma Tre), Salvatore Monni (Università degli Studi Roma Tre), Lorena Mosnja-Skare (Juraj Dobrila University of Pula), Mauro Paoloni (Università degli Studi Roma Tre), Paola Paoloni (UniCusano), Guido Paolucci (Università Politecnico delle Marche), Valerio Pieri (Università degli Studi Roma Tre), Sabrina Pucci (Università degli Studi Roma Tre), Carlo Regoliosi (Università degli Studi Roma Tre), Marco Tutino (Università degli Studi Roma Tre), Tiziano Onesti (Università degli Studi Roma Tre).

Coordinamento editoriale:
Gruppo di Lavoro *Roma TrE-Press*

Edizioni: Roma TrE-Press ©

Roma, febbraio 2016

ISBN: 978-88-97524-54-0

<http://romatypress.uniroma3.it>

Quest'opera è assoggettata alla disciplina *Creative Commons attribution 4.0 International Licence* (CC BY-NC-ND 4.0) che impone l'attribuzione della paternità dell'opera, proibisce di alterarla, trasformarla o usarla per produrre un'altra opera, e ne esclude l'uso per ricavarne un profitto commerciale.



Immagine di copertina: Cy Twombly, *School of Athens*, 1964 (part.)

Indice

<i>Presentazione della Collana</i>	4
<i>Presentazione del volume</i>	5
PATRIZIO GRAZIANI, VALENTINA CRISCIMANNI, <i>Evoluzione della corporate governance in Europa</i>	7
PAOLA DEMARTINI, STEFANO DEMOFONTE, <i>Corporate governance e performance aziendale delle società quotate in Italia</i>	36
PAOLA DEMARTINI, ENRICO MAGRINI, <i>Evoluzione della corporate governance nelle banche italiane</i>	68
PAOLA DEMARTINI, ANDREA SIMONE, <i>Family business e performance aziendale delle società italiane</i>	103
PAOLA DEMARTINI, ALESSANDRO CASTROVILLI, <i>Sistemi integrati di controllo interno e gestione dei rischi. Stato dell'arte in Italia e India</i>	144
PATRIZIO GRAZIANI, ALESSANDRO ANNARATORE, <i>Il caso Telecom Argentina (1990-2010)</i>	181
PATRIZIO GRAZIANI, MARCO ACCOMANDO, <i>La revisione legale dei conti nel sistema di corporate governance</i>	207
PAOLA DEMARTINI, MARCO BORZELLI, <i>Un esempio 'da manuale' di corporate governance fallimentare: il caso Guru</i>	236

Presentazione della Collana

Corporate governance e scenari di settore delle imprese

La *corporate governance* delle imprese è un tema di ricerca interdisciplinare, attuale e in divenire.

Obiettivo della Collana editoriale *Corporate governance e scenari di settore delle imprese. Emerging issues* è quello di poter offrire agli studenti, ai professionisti e agli studiosi del tema, spunti di riflessione e di discussione su quelli che appaiono essere i fenomeni emergenti. Si intende, così, completare il panorama delle numerose pubblicazioni esistenti, principalmente di matrice anglosassone, soffermandosi sul contesto italiano letto anche in chiave comparativa rispetto ad altri Paesi.

Le pubblicazioni avranno cadenza biennale. I principali filoni di studio che si intende approfondire, sono i seguenti:

- Lo stato dell'arte e le prospettive future della *corporate governance* aziendale con riferimento all'evoluzione del contesto macroeconomico e normativo;
- Le relazioni esistenti tra le caratteristiche della *corporate governance* e le performance aziendali;
- La *corporate governance* e i sistemi di controllo;
- Le specificità della *corporate governance* delle imprese 'Made in Italy'.

Paola Demartini, Patrizio Graziani, Salvatore Monni

Roma, li 28 ottobre 2015

Presentazione del volume

Performance. Sistemi di controllo. 'Made in Italy'

Il tema affrontato dal primo contributo del volume è quello di un modello di *corporate governance* europeo. L'analisi svolta evidenzia, tuttavia, come i differenti approcci adottati dalle imprese siano ancora influenzati da fattori politici, socio-economici e legislativi di contesto.

Emerge, inoltre, la volontà dei Paesi membri di proseguire verso un processo di convergenza in modo 'spontaneo', senza ricorrere ad ulteriori regole o raccomandazioni emanate a livello comunitario.

Si approfondiscono, quindi, due principali tematiche: le performance d'impresa e i sistemi di controllo.

Il binomio *corporate governance* e performance d'impresa è da tempo dibattuto ma dalla *review* della letteratura non emergono risultati univoci. È parso quindi interessante approfondirlo con riferimento alla realtà italiana.

Nei capitoli 2, 3 e 4 si presentano i risultati di tre diverse indagini empiriche che analizzano la *corporate governance* e le performance delle società quotate sulla Borsa Valori di Milano. Nella prima indagine si è preso a riferimento l'intero universo delle imprese, nella seconda il campione è formato da banche italiane e il focus della terza ricerca è sulle imprese familiari.

In tutti e tre gli studi si conclude che non esistono relazioni statisticamente 'forti' che possano correlare le variabili prese in esame con le performance economico finanziarie.

Il secondo filone del volume verte sul tema: *governance* e sistemi di controllo. A seguito degli scandali finanziari che si sono susseguiti a partire dai primi anni duemila, il sistema dei controlli è diventato via via più articolato e sofisticato. Sembra dunque interessante analizzarne l'evoluzione in diversi contesti e con riferimento a diverse realtà d'impresa.

Nel quinto capitolo si analizza lo stato dell'arte in tema di sistemi di controllo interno in Italia e in India.

Nel sesto capitolo si presenta un caso studio in cui si mostrano, i vantaggi e i costi, che il Gruppo Telecom Italia ha sostenuto nel 2010 per realizzare l'operazione di acquisizione della partecipazione di maggioranza del Gruppo Telecom Argentina.

Il tema oggetto del settimo capitolo è l'inquadramento dell'attività di revisione legale dei conti all'interno del sistema di *corporate governance*, sia nel contesto statunitense che in quello italiano.

Chiude il volume, il caso studio del fallimento di un'impresa del 'Made in Italy'.

In particolare, attraverso lo studio della Jam Session Srl, fondatrice del marchio Guru, si è analizzato un classico esempio di impresa italiana non quotata, che ha raggiunto il successo internazionale in brevissimo tempo, ma che non possedeva quei sistemi di gestione e controllo necessari per il mantenimento di tale successo.

CAPITOLO 1

Evoluzione della corporate governance in Europa

Patrizio Graziani, Valentina Criscimanni

1.1 Introduzione

Il tema della *corporate governance*, ossia il tema degli assetti di governo delle imprese, riveste nel contesto odierno un ruolo fondamentale in quanto rappresenta uno strumento per massimizzare l'efficienza della gestione aziendale e, più in generale, per ottimizzare la performance societaria; inoltre, il delicato tema del governo d'impresa è oggi al centro di un intenso dibattito che si protrae ormai da più di un decennio.

Accanto allo straordinario sviluppo della Cina e degli altri paesi emergenti, all'affermazione di un mercato monetario unico europeo e alla crisi energetica, la *corporate governance* è un altro grande tema che è stato recentemente affrontato da economisti, studiosi, *manager*, investitori e *policy makers*. Invero, il tema degli assetti di governo delle imprese, da sempre, ha ricoperto un ruolo rilevante all'interno nel dibattito economico-aziendale; infatti, storicamente, la discussione ha assunto particolare importanza fin dagli anni immediatamente successivi alla grande crisi di Wall Street del 1929, e in seguito, grazie ai contributi illuminanti di Berle e Means (1932).

In seguito, per alcuni decenni, la discussione ha perso vigore per effetto di una pluralità di eventi che hanno imposto un ripensamento circa i meccanismi di governo delle imprese; il tema poi è tornato fortemente alla ribalta agli inizi degli anni '90.

Il caso di Enron negli Stati Uniti, le sventure di Parmalat e Cirio in Italia, la bancarotta Argentina, e fenomeni quali privatizzazioni, globalizzazione, l'aumento del peso d'investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese e la progressiva integrazione dei mercati finanziari internazionali, seppure con intensità e risvolti molto differenti, si sono verificati in un arco di tempo estremamente concentrato, inducendo così

a una riflessione profonda sul tema della *governance* delle imprese a livello internazionale¹.

Così, all'inizio del nuovo millennio, i vari Stati risposero a questi eventi mediante una proliferazione senza precedenti di interventi in tema di *corporate governance*; i primi furono proprio gli Stati Uniti, paese da sempre poco propenso a legiferare sui temi connessi all'attività economica, mediante l'approvazione del *Sarbanes-Oxley Act*; sulla scia degli Stati Uniti, nelle nazioni con sistemi economici 'avanzati', si susseguirono una serie di interventi: è il caso del Regno Unito (*Higgs Report* del 2003), della Francia (aggiornamento del *Vienot II Report*, 2003), del Giappone (*Codes for Listed Companies*, 2004) e dell'Italia (Riforma del Diritto Societario, 2003; Codice di Autodisciplina, 2006; Legge sul Risparmio, 2005) per citare solo i più significativi.

Pertanto, nonostante solo recentemente abbiamo assistito a un rapido e intenso sviluppo del tema, il problema del governo economico delle imprese nasce molti secoli prima, e negli anni si sono susseguiti una pluralità di approcci e teorie di *governance*, atte a spiegare i diversi meccanismi di governo attualmente esistenti, sulla base di fattori interni e/o esterni alle imprese.

Tuttavia, sebbene la ricchezza di tali studi, dalla lettura e dall'analisi dei vari contributi sul tema emerge un *gap*, ossia un vuoto in letteratura con riferimento a studi o indagini sulle prospettive future in tema di *governance*.

Proprio quest'aspetto, ha spinto chi scrive ad avviare un'indagine esplorativa al riguardo, al fine di poter tracciare un quadro sui futuri *trend* in tema di governo societario, con particolare riferimento al contesto europeo.

Infatti, nei paesi membri (date le innumerevoli diversità in termini di tradizioni culturali, finanziarie, legislative, ecc.) possono prevalere scelte di *governance* molto diverse, ma la domanda che ci poniamo è: si sta verificando, sostanzialmente quale conseguenza del processo di globalizzazione dei mercati finanziari e dell'omogeneizzazione delle normative e delle culture nazionali², una convergenza verso un modello di *governance* europeo comune?

Nel corso della presente indagine inizialmente si evidenzierà come i differenti approcci di *governance*, adottati dai vari stati membri a seconda delle

¹ In uno dei testi considerati pietre miliari per coloro che si occupano di *corporate governance*, R. Monks e N. Minow presentano un elenco con i dieci maggiori scandali finanziari degli ultimi dieci anni negli Stati Uniti, illustrando il tipo di frode commessa, l'ammontare delle perdite subite dagli azionisti e la pena comminata dagli Organismi di Vigilanza e Authority (R. MONKS, N. MINOW, *Corporate Governance*, Blackwell Publishing, Oxford 2004³).

² D.M. SALVIONI, *Corporate governance, controllo di gestione e le risorse immateriali*, FrancoAngeli, Milano 2004.

tradizioni, caratteristiche e sfide proprie di ciascun paese, siano influenzati dalla diversità nei quadri politici ed economici nazionali, nel tessuto imprenditoriale e nelle normative. L'esistenza di tali profonde differenze spinge ad indagare se l'armonizzazione a livello europeo, possa essere concretamente estesa anche alla struttura di *governance*.

Per verificare, nella pratica, l'eventuale presenza o meno di tale convergenza, il lavoro è stato così articolato: il primo aspetto che sarà analizzato è proprio relativo ai codici di comportamento emanati dai diversi stati membri; infatti, negli anni Novanta, si è assistito a una proliferazione di codici di comportamento non solo in Italia ma anche in Europa. L'obiettivo di questi codici era quello di consentire ai mercati e agli investitori di recuperare fiducia nei confronti di un sistema economico che aveva assistito a fin troppi scandali dovuti a una errata gestione e all'assenza di controlli interni.

Mediante tali documenti, gli stati si ponevano anche l'intento di garantire flessibilità alle imprese: i *codes of conduct* riflettono le specificità di un dato contesto, prevedendo raccomandazioni dettate sulla base del contesto storico e culturale, delle tradizioni finanziarie, del sistema legale, nonché della struttura proprietaria delle imprese in esso operanti, e dunque, hanno validità solo nel paese di riferimento. Pertanto, si procederà a uno studio, in termini comparativi, delle più recenti versioni di alcuni codici di comportamento vigenti in Europa.

Il secondo aspetto che sarà indagato, con l'intento di verificare le possibili prospettive future in tema di *governance* nei paesi europei, è relativo alle 'posizioni' attuali degli stati membri, desumibili dell'analisi delle risposte fornite a una consultazione pubblica promossa dall'Unione Europea; al riguardo, nel mese di aprile 2011, la Commissione Europea ha pubblicato un '*Green Paper*' in tema di governo societario, con lo scopo di promuovere un momento di confronto tra i diversi paesi dell'Unione, sollevando una pluralità di quesiti relativi al Consiglio di Amministrazione, agli azionisti, e al funzionamento dei codici di comportamento. Dall'esame dei contributi in risposta pervenuti all'UE, si cercherà di tracciare un quadro dei possibili *trend* futuri inerenti la struttura di governo delle imprese europee.

La scelta dei due elementi deriva dal fatto che, a parere di chi scrive, i *codes of conduct* e i dibattiti avviati a livello comunitario – insieme alle pressioni che vengono dal mercato – costituiscono una forza aggregante, perché concentrano l'attenzione e stimolano la discussione sui problemi della *governance*, incoraggiando gli emittenti ad adottare regole di *best practice*. Tuttavia, la metodologia d'indagine utilizzata al fine di individuare quali possono essere le future tendenze europee, prevederà lo studio solo di alcuni paesi (Italia, Regno Unito e Germania).

1.2 La corporate governance in Europa

1.2.1 Aspetti introduttivi

Acquisita la consapevolezza circa l'importanza di dotarsi di sistemi di *corporate governance* efficaci, e dinanzi alla crescente domanda di *good governance* da parte delle varie imprese, non solo l'Italia, ma la stragrande maggioranza dei paesi, hanno iniziato ad elaborare delle regole proprie, inerenti la composizione e il funzionamento dei vari organi sociali. Tali regole sono state inserite – a seconda dei diversi contesti – all'interno di norme di legge (le cosiddette *hard laws*) con l'intento di dettare un quadro di riferimento cogente per le società, o costituite in principi di comportamento (le cd. *soft laws*), ossia raccomandazioni non vincolanti, mediante le quali diffondere modelli di riferimento ottimali.

Con il presente lavoro si cercherà di tracciare un quadro sui futuri *trend* in tema di governo societario, con particolare riferimento al contesto europeo; l'approccio seguito, al fine di raggiungere tale obiettivo, sarà quello di analizzare le attuali opinioni/idee dei principali paesi europei, esaminando le risposte ad una consultazione pubblica in tema di governo d'impresa promossa dalla Commissione Europea ad aprile 2011, nonché i diversi codici di comportamento.

Infatti, soffermando la nostra attenzione su quest'ultimo aspetto, ossia sulle *soft laws*, è possibile rilevare la presenza di diversi *codes of conduct* nazionali che riflettono le specificità di un dato paese, prevedendo raccomandazioni dettate sulla base del contesto storico, culturale, delle tradizioni finanziarie, del sistema legale, nonché della struttura proprietaria delle imprese in esso operanti, ed hanno pertanto, validità solo nel paese di riferimento. Ad esempio, in contesti caratterizzati da mercati altamente liquidi e da un'elevata separazione tra proprietà e controllo, i codici tenderanno ad incentrarsi, principalmente, su regole che possono incidere sulla struttura e sul funzionamento del *Board*, al fine di assicurare un controllo sull'operato dei *manager*. Laddove, al contrario, la proprietà risulta altamente concentrata, i codici incideranno, essenzialmente, su aspetti quali la tutela delle minoranze azionarie, la trasparenza informativa, l'indipendenza degli amministratori.

Lo scopo del presente studio, sarà quello di individuare, esplorando i diversi codici esistenti e le tendenze attuali (sulle base delle risposte alla consultazione pubblica promossa dall'Unione Europea in tema di governo societario), l'eventuale esistenza di una convergenza in tema di *governance* a livello europeo.

Invero nei diversi contesti possono prevalere scelte di *governance* molto

diverse, ma la domanda che ci poniamo è: si sta verificando, sostanzialmente quale conseguenza del processo di globalizzazione dei mercati finanziari e dell'omogeneizzazione delle normative e delle culture nazionali³, una convergenza verso un modello di *governance* comune?

Pertanto, al fine di verificare tale aspetto, si avvierà un'indagine su alcuni contesti europei; le realtà che verranno di seguito esaminate sono state scelte non solo perché, nel contesto europeo, sono tra le più grandi economie, ma anche e soprattutto perché rappresentano realtà nelle quali i temi di *corporate governance* hanno ricevuto maggiore attenzione nel corso degli anni. Si tratta del Regno Unito e della Germania: tale scelta, consente anche di analizzare due contesti che presentano peculiarità completamente diverse da quello italiano.

1.2.2 L'autodisciplina nel contesto britannico

Anche con riferimento al contesto britannico, il tema del governo societario viene disciplinato mediante precise norme di legge e fonti normative secondarie non cogenti; la disciplina normativa riguardante il funzionamento delle società per azioni, la più recente⁴ ed attualmente in vigore, è il *Companies Act* del 1985 mentre l'autodisciplina si è affermata con l'introduzione del *The Cadbury Report* nel 1992.

Prima di analizzare tale Codice, è d'obbligo spendere alcune riflessioni sul contesto britannico: la realtà britannica, molto simile a quella statunitense, vanta una tradizione giuridica di *common law*. Data l'efficacia della protezione, concessa dalla legge e dal sistema giudiziario, agli investitori esterni (in particolare di minoranza), l'elevata liquidità e lo sviluppo del mercato dei capitali, il livello di concentrazione proprietaria risulta altamente frammentato. Tale realtà può essere descritta come un *outsider system*.

Entrando nel dettaglio della normativa secondaria, l'emanazione del primo Codice di autodisciplina inglese, *The Cadbury Report*, risale al 1992, redatto su iniziativa del London Stock Exchange, del Financial Reporting Council, della Confederation of British Industry e dell'Accountancy Profession, della Commissione Cadbury.

Il Codice, nella sua originaria versione, conteneva una serie di raccomandazioni riguardanti gli amministratori non esecutivi, in termini

³ SALVIONI, *Corporate governance, controllo di gestione e le risorse immateriali*, cit., p. 7.

⁴ La prima fonte normativa britannica volta a disciplinare specificamente la materia societaria è stato il *Joint Stock Companies Act* del 1844. Quest'ultimo era stato preceduto dal *Bubble Act* del 1720, che riguardava le società di capitali, ma non le disciplinava direttamente, limitandosi a prevenire le frodi a danno degli investitori.

di numerosità (deve essere tale da consentirgli di esercitare un peso significativo nelle deliberazioni del Consiglio) e di indipendenza di giudizio: quest'ultima rappresenta una qualità essenziale che i *'non-executive directors'* dovrebbero apportare all'interno delle delibere consiliari.

Il codice di comportamento inglese, raccomanda, inoltre, l'istituzione di altri comitati, come il *remuneration committee*, composto interamente o in maggioranza di amministratori non esecutivi, e presieduto da un amministratore non esecutivo.

Arriviamo ora ai giorni nostri, il Regno Unito, uno dei Paesi e dei mercati finanziari maggiormente colpiti dalla crisi del 2008, è intervenuto all'inizio del 2009, commissionando, a Sir David Walker⁵, un progetto di riforma.

Preciso compito di Sir Walker era quello di formulare adeguate proposte di modifica della disciplina della *corporate governance* di banche ed altre istituzioni finanziarie del Regno Unito; il suo lavoro ha condotto all'emanazione della più recente versione del *Combined Code*, pubblicata nel giugno del 2010 e rinominato *The UK Corporate Governance Code*. La filosofia di fondo del Codice, rimane quella delle precedenti versioni, basata sul modello *comply or explain*⁶, ma il nuovo Codice – edizione 2010 – si concentra su diverse tematiche: la *leadership* del *Chairman*; una modifica del regime legale della responsabilità dei *directors* (prevedendo che *executives* e *non-executives*, pur svolgendo ruoli diversi, continuino a condividere la stessa responsabilità all'interno di ciò che si ritiene debba restare un *unitary Board*); i sistemi di remunerazione, ecc.

Tra le raccomandazione più significate si segnala quella sulla rielezione annuale degli amministratori in tutte le imprese del FTSE-350; inoltre, sempre con riferimento a quest'ultime, è stato previsto, che l'attività di *Board evaluation* venga affidata all'esterno (ad un soggetto in alcun modo collegato con la società) con cadenza, almeno, triennale.

Con riferimento al CdA, raccomanda un giusto equilibrio di competenze ed esperienza con particolare riferimento alla diversità di genere del *Board*. Dunque il nuovo codice inglese anticipa di oltre un anno una serie di interventi in tema di *governance*, di cui l'Unione Europea tratterà nel suo 'Libro Verde' del 2011 (la trattazione è rinviata ai successivi paragrafi).

⁵ Già Assistant Secretary at the Treasury ed in precedenza uno dei quattro *executive directors* alla Bank of England, oltre che banchiere di rilievo internazionale.

⁶ Tale principio è da molti ritenuto decisamente più efficiente di quello US di tipo *rule based* che sbaglia nel pretendere di *dictate the behaviour*, di prescrivere comportamenti, quando invece occorre flessibilità ed intelligente discrezione.

1.2.3 L'autodisciplina nel contesto tedesco

Passiamo ora ad esaminare un contesto europeo completamente diverso rispetto alla realtà britannica precedentemente indagata: la Germania.

Appartenente alla tradizione giuridica di *civil law*, le sue peculiarità consentono di ricondurla ad un *insider system*⁷. La struttura interna delle società tedesche rispecchia il *two-tier system*.

Il modello di organizzazione delle società tedesche prevede due organi: l'*Aufsichtsrat*, o Consiglio di Sorveglianza, e il *Vorstand*, o Consiglio di Gestione⁸.

Per quanto rileva ai nostri fini, procediamo ad indagare la posizione tedesca in tema di autoregolamentazione. La prima versione del *Deutscher Corporate Governance Kodex* risale al 2002, redatta da una commissione governativa presieduta da Gerhard Cromme⁹ e rivisitata nel 2003.

Anche il Codice tedesco si basa su un principio di adesione alle raccomandazioni ivi contenute completamente volontario, con l'onere di indicare le ragioni di eventuali scostamenti (principio del *comply or explain*).

Ciò che appare di fondamentale rilevanza è la metodicità del paese: infatti, la Germania, ogni anno a giugno, provvede ad aggiornare il Codice.

Il documento è scritto in funzione del sistema dualistico, anche se la premessa (dal 2008) riconosce ormai anche il sistema monistico; tale circostanza, rende il Codice tedesco 'diverso' dal Codice inglese (e italiano). Nel *Deutscher Corporate Governance Kodex* sono contenute una serie di raccomandazioni, con particolare attenzione al ruolo del Consiglio di Sorveglianza e la costituzione di comitati, che, in tale contesto, non sono interni all'organo di gestione, ma al Consiglio di Sorveglianza (sono previste raccomandazioni circa la loro composizione).

Con riferimento all'organo di gestione, il Codice tedesco non detta una precisa raccomandazione circa la sua composizione, prevedendo semplicemente che «il Consiglio di Gestione dovrà essere composto da una pluralità di persone e dovrà avere un Presidente o Relatore». Per assicurare un corretto

⁷ Si rinvia al capitolo primo per una trattazione dettagliata.

⁸ Si rinvia al capitolo secondo per una trattazione dettagliata.

⁹ I lavori della commissione *Cromme* si sono basati da un lato sul Rapporto della commissione Baums e dall'altro sulle ricerche di alcuni gruppi di lavoro istituiti da enti privati. La commissione presieduta da T. Baums era stata istituita dal governo tedesco nel 2000 con lo scopo di individuare le possibili lacune nella disciplina tedesca in tema di amministrazione e controlli societari e di proporre raccomandazioni per una riforma della legge azionaria. G. BALP, *Il codice tedesco di corporate governance nella prospettiva di riforma della legge azionaria*, in «Rivista delle Società», 2002.

svolgimento delle loro funzioni, il Codice prevede dei limiti al cumulo degli incarichi, indicando uno specifico limite numerico, diversamente dal Codice inglese e italiano.

1.2.4 L'autodisciplina nel contesto italiano

Senza pretesa di esaustività andiamo a ripercorrere in breve l'evoluzione dell'autodisciplina nel contesto italiano; si rinvia alla tabella allegata (vedi [Tab. 1](#)) al termine del presente lavoro, per un confronto tra le diverse versioni del codice.

In seguito alla pubblicazione del Codice di Autodisciplina nel 1999, la prima modifica è avvenuta nel 2002; la Consob, all'indomani dell'emanazione del Codice, aveva rilevato la mancanza d'indicazioni precise e rigorose sulle operazioni con le parti correlate e sull'indipendenza di fatto degli amministratori. Per tenere conto di tali rilievi, il Codice nella sua versione del 2002, prevedeva una serie di indicazioni in tema di controlli interni, di amministratori indipendenti e l'aggiunta di un nuovo principio, interamente dedicato alle operazioni con parti correlate.

Nel marzo 2006, dinanzi al mutamento del quadro di riferimento della legislazione e della prassi (tra cui vale la pena di menzionare gli obiettivi di modernizzazione del diritto societario europeo, la riforma delle società, le innovazioni introdotte con la Legge sul Risparmio), il Codice di Autodisciplina viene ulteriormente rivisto.

La nuova versione del Codice definisce con maggiore specificità le funzioni del Consiglio di Amministrazione, rafforzandone la responsabilità, s'introduce, così, il principio del limite al cumulo di incarichi¹⁰ e l'obbligo di rendere trasparente, nella relazione sul governo societario, l'effettivo funzionamento e il tasso di partecipazione dei consiglieri alle riunioni. Si attribuisce, inoltre, una maggiore importanza agli amministratori indipendenti, ed – in linea con le raccomandazioni comunitarie – si rafforzano i principi in tema di remunerazione e si introduce la figura del *Lead Independent Director*, una sorta di coordinatore-capo degli indipendenti.

Successivamente, nel 2010 si assiste ad un'ulteriore riforma del Codice: tale modifica ha, tuttavia, riguardato soltanto il tema della remunerazione degli amministratori, in particolare, solo l'articolo 7 del Codice.

Mediante tale riforma si è attribuito al Consiglio di Amministrazione, su proposta del Comitato per la Remunerazione, il compito di definire

¹⁰ Consob, regolamento degli emittenti. Allegato 5-bis calcolo del limite al cumulo degli incarichi di amministratori e controllo di cui all'art. 148-bis, comma 1 del D.Lgs. n. 58/1998, maggio 2007.

la politica generale per la remunerazione degli amministratori esecutivi e degli amministratori con particolari cariche (nonché dei dirigenti con responsabilità strategiche), e viene stabilito che l'Assemblea dei soci debba essere effettivamente coinvolta nel processo di approvazione della politica generale di remunerazione.

Di nuovo, sul finire del 2011 il Codice di Autodisciplina è stato ulteriormente modificato. Le principali novità introdotte nella nuova edizione del Codice riguardano principalmente tre aree tematiche:

1. composizione del Consiglio di Amministrazione: è stata fornita innanzitutto un'indicazione puntuale del numero di amministratori indipendenti, prevedendone almeno un terzo per le società appartenenti all'indice FTSE Mib, almeno due nelle altre e si è posta particolare attenzione alla 'diversità' tra consiglieri, in termini di esperienza (anche internazionali), professionalità, nonché di genere;
2. organizzazione e compiti dei Comitati interni al Consiglio;
3. la razionalizzazione del sistema dei controlli interni e di gestione dei rischi.

In conclusione, con tale edizione, il Comitato si pone diversi obiettivi, tra cui quello di guidare le imprese italiane nel recupero della competitività a livello internazionale ed una sostanziale semplificazione delle raccomandazioni, al fine di allontanare l'Italia dalla precedente visione secondo la quale le regole di buon governo societario venivano percepite come un appesantimento/disincentivo alla quotazione.

1.2.5 I codici di comportamento nel Regno Unito, Italia e Germania: un'analisi comparativa

Di seguito verrà riportata un'analisi, a livello comparativo, dei codici di autodisciplina delle società quotate vigenti in Italia, Regno Unito e Germania, con l'intento di evidenziare il livello di 'allineamento' tra i codici esistenti in paesi europei diversi.

Il presente studio fornisce una panoramica dei diversi meccanismi di controllo e di esecuzione previsti nei codici di *corporate governance*. Al riguardo, si procederà ad analizzare con riferimento:

1. all'Italia, il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana, versione 2011;
2. al Regno Unito, *The UK Corporate Governance Code*, versione 2010;
3. alla Germania, il *Deutscher Corporate Governance Kodex*, versione 2010.

Lo studio ha, dunque, ad oggetto le ultime versioni disponibili dei codici, atteso che, in quasi tutti gli Stati membri, questi vengono aggiornati

regolarmente; ciò a testimonianza di come i codici siano – a tutti gli effetti – degli strumenti ‘vivi’ e flessibili, che si adattano ai cambiamenti delle realtà giuridiche, economiche e sociali.

Il primo aspetto che andremo ad indagare riguarda i redattori dei codici. Per quanto concerne l’applicazione dei codici di comportamento, la regola inglese del *comply or explain*, adottata sin dal *Rapporto Cadbury* (1992), vige universalmente in ogni paese, le società sono tenute a spiegare le motivazioni di un eventuale scostamento dalle raccomandazioni contenute nei codici (la direttiva 2006/46/CE aveva proprio lo scopo di armonizzare i meccanismi di applicazione dei codici per promuovere, su scala europea, l’applicazione del suddetto principio).

Il secondo aspetto che andremo ad indagare riguarda il monitoraggio sul grado di applicazione dei codici; dall’analisi, emergono delle importanti differenze: in Italia, questo monitoraggio rappresenta una vera e propria indagine annuale sulle società quotate, dalla quale ne deriva un rapporto dettagliato e pubblico circa il grado di adesione al Codice delle società quotate, con riferimento a ciascun singolo articolo. In Germania, diversamente, l’indagine annuale non si riferisce a ogni singolo capitolo del codice, risultando più ‘leggera’ e riporta solo indicazioni di *trend*. Nel Regno Unito, spetta al Financial Reporting Council indagare l’impatto e l’implementazione del Codice, di solito mediante consultazioni regolari. Oltre alle risposte alla consultazione, il FRC aggiunge una ricerca a campione sulla *compliance* rispetto ai principi del Codice, senza tuttavia pubblicarne i risultati dettagliati.

Tab. 1 – Confronto Codici di Autodisciplina – Aspetti Generali

VARIABILI DI CONFRONTO	ITALIA	REGNO UNITO	GERMANIA
NOME DEL CODICE	<i>Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana</i>	<i>The UK Corporate Governance Code</i>	<i>Deutscher Corporate Governance Kodex</i>
ORGANO EMITTENTE IL CODICE	Il Comitato per la <i>Corporate Governance</i> , Borsa Italiana SpA, una commissione legata al mercato dei capitali	Financial Reporting Council - FRC, e in particolare dal suo <i>Committee on corporate governance</i>	Il Codice viene redatto da una Commissione Governativa istituita presso il Ministero della Giustizia

VARIABILI DI CONFRONTO	ITALIA	REGNO UNITO	GERMANIA
OBIETTIVO DEL CODICE	Migliorare le <i>performance</i> , competitività, accesso al mercato dei capitali, e l'informativa	Migliorare l' <i>accountability</i>	Stimolare la fiducia di investitori nazionali e internazionali
MECCANISMO DI COMPLIANCE	Volontario <i>comply or explain</i>	Volontario <i>comply or explain</i>	Volontario <i>comply or explain</i>
MONITORAGGIO	Indagine annuale e dettagliata da Assonime Emittenti Titoli SpA per capire il grado di adesione al codice delle società quotate	Regolari consultazioni volontarie, corredate da indagini a campione, effettuate dallo stesso FRC ma di cui i risultati dettagliati non vengono pubblicati	Effettuato dal Berlin Center of Corporate Governance ogni anno per conto della Commissione governativa. Il Rapporto è pubblico ma parziale (no ogni articolo)
MODELLI SOCIETARI	Sistema tradizionale Sistema dualistico Sistema monistico	Sistema monistico puro	Sistema dualistico; la premessa riconosce anche il sistema monistico

Procediamo ora ad analizzare alcune raccomandazioni più specifiche contenute nei codici, rinviando alla tabella successiva (vedi [Tab. 2](#)) per un'analisi dettagliata. Gli aspetti che andremo ad indagare riguardano:

1. il ruolo, i compiti, la *mission*, la dimensione e la composizione del Consiglio di Amministrazione;
2. struttura di *leadership* e Presidente;
3. amministratori indipendenti. Con riferimento agli amministratori indipendenti emergono le prime differenze: mentre l'Italia, pur raccomandandone la presenza, non attribuisce a quest'ultimi un ruolo e dei compiti precisi, il *Corporate Governance Code* inglese definisce precisamente i criteri di indipendenza (in un elenco che ha chiaramente ispirato gli autori del Codice italiano), attribuendogli importanti funzioni in tema di remunerazione e di controllo interno. Le raccomandazioni inglesi prevedono, inoltre, che almeno

la metà del *Board* debba essere composto da indipendenti (le PMI devono avere due indipendenti in Consiglio). Al riguardo, è necessario sottolineare come, il Codice italiano si sia ispirato, nel raccomandare la nomina di un *Lead Independent Director*, alla figura inglese del *Senior Independent Director*; in realtà il ruolo di quest'ultimo è notevolmente differente, in quanto, oltre a guidare le riunioni di soli amministratori non esecutivi, il *Senior Independent Director* è anche un punto di riferimento per gli azionisti. Di contro il Codice tedesco non detta raccomandazione precise sugli indipendenti, previsti solo a livello di CdS, con una definizione molto meno stringente;

4. istituzione e composizione dei Comitati;
5. autovalutazione del *Board*: con la versione del Codice 2006, l'Italia, si è allineata alle raccomandazioni del Codice inglese in tema di autovalutazione del CdA, prevedendo, tuttavia, solo un'autovalutazione collettiva. Diversamente, il Codice britannico enfatizza anche una valutazione individuale dei consiglieri, volta a verificare il contributo e l'impegno di ciascuno¹¹; inoltre il Codice inglese prevede l'obbligo di valutazione esterna per taluni emittenti con cadenza almeno triennale. La valutazione è invece un tema quasi inesistente nel Codice tedesco, che fa solo un vago riferimento alla necessità per il CdS di 'prendere in esame' periodicamente le proprie prestazioni; per quanto concerne la valutazione dell'organo di gestione, nel modello dualistico, è compito quotidiano del Consiglio di Sorveglianza;
6. sistema dei Controlli Interni.

Tab. 2 – Confronto Codici di Autodisciplina – aspetti specifici.

VARIABILI DI CONFRONTO	ITALIA (2011)	REGNO UNITO (2010)	GERMANIA (2010)
RUOLO DEL CDA	L'emittente è guidato da un CdA	Ogni società deve essere guidata da un <i>Board</i> efficace	Il CdG gestisce l'impresa sotto la propria responsabilità

¹¹ Il Presidente deve tenere in considerazione i risultati della *Board Performance Review*, nel caso di nomina di nuovi membri e nel caso di dimissioni di altri.

VARIABILI DI CONFRONTO	ITALIA (2011)	REGNO UNITO (2010)	GERMANIA (2010)
MISSION DEL CDA	Obiettivo prioritario della creazione di valore di lungo termine per gli azionisti	Guidare l'impresa per assicurare il successo a lungo termine della società	Il CdG e il CdS operano a stretto contatto con l'obiettivo di creazione di valore di lungo termine
COMPITI DEL CDA	Esamina e approva i piani strategici, industriali e finanziari; valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile; valuta il generale andamento della gestione	Il <i>Board</i> determina la strategia aziendale, deve dichiarare la natura e l'entità dei rischi, verifica la presenza di risorse umane e finanziarie necessarie per raggiungere gli obiettivi e valutare le performance del <i>management</i>	Il CdG assicura un'adeguata gestione del rischio e (insieme al CdS) determina l'orientamento strategico dell'impresa, assicurandone la realizzazione. Il CdS deve essere coinvolto nelle decisioni di fondamentale importanza e vigila sull'operato del CdG
DIMENSIONE DEL CDA	Manca indicazione numerica	Manca indicazione numerica	Manca indicazione numerica
COMPOSIZIONE DEL CDA	Amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti	Amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti	Amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti
STRUTTURA DI LEADERSHIP E PRESIDENTE	Raccomanda di evitare la concentrazione di cariche in una sola persona. Altrimenti nomina del <i>Lead Independent Director</i>	Prevede una chiara divisione di responsabilità fra la presidenza del <i>Board</i> e la responsabilità operativa dell'azienda. Presidente indipendente	Non raccomandata esplicitamente la divisioni di ruoli, ma il sistema tedesco (<i>two-tier Board</i>) prevede un Presidente per ogni <i>Board</i>

VARIABILI DI CONFRONTO	ITALIA (2011)	REGNO UNITO (2010)	GERMANIA (2010)
INDIPENDENTI	<p>Il numero e le competenze degli AI sono adeguate in relazione alle dimensioni del Consiglio e all'attività dell'emittente e tali da consentire la costituzione di comitati</p> <p>Emittenti FTSE-MIB: almeno 1/3 indipendenti. Altre società: non sono meno di due</p>	<p>Definisce precisamente i criteri di indipendenza. Hanno funzioni in tema di remunerazione del <i>management</i> e di controllo interno</p> <p>Emittenti FTSE-350: indipendenti almeno la metà del Consiglio, escluso il Presidente. Altre società: almeno due</p>	<p>Prevede la presenza di un numero adeguato di indipendenti nel Consiglio di Sorveglianza, con una definizione meno dettagliata</p>
LEAD INDEPENDENT DIRECTOR	<p>Obbligatorio se: Presidente e CEO coincidono o Presedinte controlla emittente. Emittenti FTSE-MIB: se richiesto dalla maggioranza indipendenti</p>	<p>LID sempre obbligatorio (<i>Senior Independent Director</i>)</p>	<p>NO</p>
COMITATI	<ul style="list-style-type: none"> - Comitato Nomine - Comitato Remunerazione - Comitato Controllo e Rischi 	<ul style="list-style-type: none"> - Comitato Nomine - Comitato Remunerazione - Audit Committe 	<ul style="list-style-type: none"> - Audit Committee - Comitato che si occupa dei contratti dei membri del CdG - Comitato Nomine - Comitati per preparare CdS alle riunioni e per prendere decisioni al posto del CdS stesso (interni al CdS)

VARIABILI DI CONFRONTO	ITALIA (2011)	REGNO UNITO (2010)	GERMANIA (2010)
COMPOSIZIONE DEI COMITATI	<p>Composti da due membri, in emittenti il cui CdA sia composto da non più di otto membri; altrimenti, da non meno di tre</p> <p>CR e Comitato Controllo: tutti indipendenti</p> <p>In alternativa, composto da ANE, in maggioranza indipendenti ma il Presidente scelto tra gli indipendenti. Almeno un componente con adeguata esperienza in materia</p>	<p>Audit committee: tutti indipendenti, uno adeguata esperienza in materia</p> <p>Comitato Remunerazione: tutti indipendenti</p> <p>Comitato Nomine: maggioranza indipendenti</p>	<p>Presidente Audit Committee: indipendente (diverso dal Presidente del CdS)</p>
PROCESSO DI NOMINA	<p>La nomina degli Amministratori avviene secondo un procedimento trasparente che garantisce un'adeguata informazione sulle caratteristiche personali e professionali dei candidati</p>	<p>La procedura deve essere formale, rigorosa e trasparente (contiene disposizioni anche sulla rielezione). Per le imprese FTSE 350: il nuovo Codice raccomanda che, tutti gli amministratori una rielezione annuale</p>	<p>Comitato Nomine (composto da rappresentanti azionisti) propone candidati all'assemblea, che elegge i membri del CdS, su base individuale (anche rappresentanti dipendenti)</p>

VARIABILI DI CONFRONTO	ITALIA (2011)	REGNO UNITO (2010)	GERMANIA (2010)
REMUNERAZIONE	<p>La remunerazione deve essere sufficiente per attrarre, trattenere e motivare consiglieri dotati delle qualità professionali.</p> <p>Per gli Amministratori Esecutivi e dei dirigenti parte della remunerazione è legata ai risultati economici e/o al raggiungimento di obiettivi.</p> <p>Il Comitato Remunerazione fa proposte al CdA per la remunerazione degli AD e con particolari cariche, valuta i criteri adottati</p>	<p>La remunerazione deve essere sufficiente per attrarre, trattenere e motivare consiglieri che hanno le qualità richieste, evitando, tuttavia, un eccesso di retribuzione.</p> <p>Una parte significativa della retribuzione degli Amministratori Esecutivi deve essere legata alle performance della società e individuali.</p> <p>Il Comitato Remunerazione valuta le remunerazioni garantite dalla società rispetto ad altre aziende. Il Comitato ha la responsabilità di stabilire la remunerazione per tutti gli AE e per il Presidente (per i ANE spetta al CdA)</p>	<p>Su invito del Comitato che si occupa dei contratti dei membri del CdG, il CdS deve deliberare in merito al compenso totale dei singoli membri del CdG (fissa e variabile tale da orientare alla crescita sostenibile dell'impresa).</p> <p>La remunerazione è determinata in base ai compiti, al rendimento personale e del CdG, nonché dei risultati dell'impresa.</p> <p>Il CR non è esplicitamente menzionato, ma il testo parla di Comitato «che si occupa dei contratti dei membri del CdG».</p> <p>Remunerazione CdS: Assembleare</p>
AUTOVALUTAZIONE DEL BOARD	<p>Il CdA, almeno annualmente, effettua una valutazione sulla dimensione, sulla composizione e sul funzionamento del Consiglio stesso e dei suoi Comitati</p>	<p>Il <i>Board</i> deve realizzare una formale e rigorosa valutazione annuale della propria performance, con riferimento al Consiglio, ai Comitati e ai singoli amministratori.</p> <p>FTSE 350: valutazione esterna almeno triennale</p>	<p>Raccomanda al Consiglio di Sorveglianza di esaminare l'efficacia delle proprie attività regolarmente</p>

VARIABILI DI CONFRONTO	ITALIA (2011)	REGNO UNITO (2010)	GERMANIA (2010)
COMITATO PER IL CONTROLLO	<p>Il Comitato per il Controllo Interno ha funzioni di generale supporto al CdA nel verificare l'adeguatezza e l'effettivo funzionamento del sistema dei controlli interni e di gestione dei rischi.</p> <p>Almeno un membro deve avere un'adeguata esperienza in materia</p>	<p>Monitora l'integrità dei <i>financial statements</i> della società e di ogni annuncio riguardante la performance finanziaria.</p> <p>Ispeziona il sistema di controllo interno (non solo finanziario) e di <i>risk management</i>.</p> <p>Si occupa di fare proposte al <i>Board</i> sulla nomina, la rielezione e la revoca dei revisori e approvare il loro contratto e compenso, valuta l'efficacia della funzione di <i>Internal Audit</i>.</p> <p>Almeno un membro deve avere un'adeguata esperienza in materia</p>	<p>Il CdS istituisce un Comitato di Controllo Interno con funzioni contabili, di gestione dei rischi e di <i>compliance</i>, anche con riferimento all'indipendenza del revisore contabile, all'individuazione dei punti cruciali nella revisione e alla determinazione del compenso del revisore.</p> <p>Il Presidente del Comitato deve avere significativa esperienza in materia</p>
RAPPORTI CON GLI AZIONISTI	<p>Il CdA deve garantire un dialogo continuativo con gli azionisti; promuove iniziative volte a favorire la partecipazione più ampia possibile degli azionisti alle Assemblee e a rendere agevole l'esercizio dei diritti dei soci</p>	<p>Responsabilità del <i>Board</i> è la creazione di un dialogo costante con gli azionisti basato sulla reciproca comprensione degli obiettivi.</p> <p>Deve comunicare (tramite AGM) informazioni agli investitori e incoraggiare la loro partecipazione</p>	<p>Contiene indicazioni sul funzionamento, compiti e le modalità di svolgimento delle Assemblee (prevedendo una durata ottimale), esortando ad una comunicazione al mercato in relazione alla convocazione dell'Assemblea e ai temi trattati</p>

VARIABILI DI CONFRONTO	ITALIA (2011)	REGNO UNITO (2010)	GERMANIA (2010)
DISCLOSURE DI GOVERNANCE	Relazione annuale di <i>governance</i>	Rapporto annuale sullo stato di attuazione delle raccomandazioni del Codice	Relazione di <i>governance</i>

Dall'analisi dei codici di autodisciplina nazionali emergono delle differenze che tendono a riflettere la diversità in termini culturali, di tradizioni finanziarie, di struttura proprietaria e di sistemi legali tra i paesi oggetto di analisi.

Tuttavia possiamo facilmente notare che, nonostante tali diversità intrinseche nei *codes of conduct*, i principi di base di una buona *corporate governance* sono sostanzialmente simili. Fenomeni quali la globalizzazione e la creazione di un mercato unico europeo hanno spinto gli ordinamenti dei vari paesi ad una concorrenza comunitaria (e internazionale), al fine di dotarsi di principi di *governance* sempre più allineati agli standard più evoluti, così da evitare penalizzazioni nel confronto internazionale.

Dall'analisi effettuata sulle pratiche adottate nei diversi stati membri, si evidenzia una naturale convergenza con riferimento ad alcuni aspetti: il primo è sicuramente legato al principio di volontaria adesione più volte menzionato. Invero, l'armonizzazione dei codici a livello europeo, dall'analisi delle informazioni riportate nella tabella precedente (vedi Tab. 2), riguarda numerosi aspetti, quali la *mission* del CdA (ossia tutti i codici esaminati attribuiscono al Consiglio l'obiettivo prioritario di creazione di valore di lungo termine per gli azionisti), i compiti e la composizione del Consiglio: tutti i codici raccomandano la presenza di amministratori non esecutivi e indipendenti.

Anche in tema di *leadership* si evince una convergenza: il Codice italiano e inglese raccomandano esplicitamente la separazione dei ruoli, ed, inoltre, il Codice di Borsa Italiana, ispirandosi alla figura del *Senior Independent Director*, raccomanda la nomina del *Lead Independent Director* nei casi di cumulo di ruoli.

Con riferimento agli amministratori indipendenti, ritroviamo un maggiore allineamento tra le raccomandazioni codicistiche italiane e inglesi: entrambi i Codici prevedono un minimo di amministratori indipendenti, differenziando tale valore tra imprese di maggiore e minore dimensione. Contrariamente, il Codice tedesco prevede raccomandazioni meno stringenti e prive di un'indicazione numerica.

Dall'analisi emerge un allineamento tra i codici in tema di comitati: solo le previsioni del *Kodex* tedesco si distanziano parzialmente, per riflettere le peculiarità del modello di amministrazione e controllo di tipo dualistico. Dunque, malgrado le diversità nei codici sopra evidenziate, queste a parere di chi scrive, risultano poco rilevanti rispetto alle profonde differenze in termini culturali, finanziarie e legali vigenti nei paesi analizzati.

1.2.6 Il 'Green Paper' dell'Unione Europea in tema di governo societario

Dopo aver ripercorso, per grandi linee, l'evoluzione dei codici di comportamento in tema di *corporate governance* nel Regno Unito, Italia e Germania, è stata avviata un'analisi sulle risposte fornite alla consultazione pubblica, dalle quali si cercherà di capire quali sono le 'prospettive', le idee future in tema di *governance* in ciascuno dei paesi indagati. In particolare, si analizzerà un documento specifico: il 5 aprile del 2011, la Commissione Europea ha reso disponibile il 'Green Paper' sul governo societario; mediante il documento in parola l'UE ha lanciato una consultazione, nella quale solleva alcuni quesiti, con l'intento di individuare pratiche di governo societario che possono garantire un sostanziale miglioramento nella gestione delle società quotate in borsa e offrire una maggiore tutela agli azionisti.

La consultazione, promossa dall'Unione Europea con il 'Green Paper', rappresenta un importante momento di confronto tra gli ordinamenti europei sull'efficacia dei modelli di *corporate governance* utilizzati, potendo inoltre fornire importanti spunti per un dibattito, con l'intento di individuare modelli condivisi e risposte a nuove interrogativi e nuove problematiche; ad esempio, il mutamento dei contesti economici e fenomeni quali la globalizzazione dei mercati hanno contribuito a rendere rilevante il tema della *governance*, anche per le piccole e medie imprese.

In particolare, il 'Green Paper' sul governo societario intende avviare un dibattito da sottoporre a consultazione pubblica, riguardo tre questioni di rilevanza strategica:

1. il Consiglio di Amministrazione: la consultazione pubblica solleva una serie di interrogativi circa la possibilità di disporre di Consigli più eterogenei, nei quali garantire un'adeguata rappresentanza femminile, nonché un mix di esperienze professionali e competenze. Un altro argomento di discussione è la gestione e la valutazione del rischio, nonché la trasparenza in tema di remunerazione degli amministratori. Data l'importanza del ruolo del Presidente del Consiglio, il 'Libro' esorta un dibattito anche con riferimento alla distinzione del ruolo di Presidente e *Chief Executive Officer*;

2. partecipazione degli azionisti: le varie normative e raccomandazioni in materia di governo societario si basano sul presupposto che gli azionisti si impegnino attivamente nella società, operando un costante monitoraggio sull'operato dei *manager*. L'analisi dei reali contesti europei ha, tuttavia, evidenziato come la stragrande maggioranza degli azionisti non partecipi in modo attivo alle dinamiche societarie, interessandosi prettamente a ritorni di breve periodo. Tale contesto potrebbe minare le possibilità di sopravvivenza, nonché di competitività delle imprese; pertanto, il 'Green Paper' esorta ad un dibattito al fine di individuare strumenti per 'incoraggiare' una partecipazione attiva degli azionisti – anche con riferimento ai dipendenti – sollevando interrogativi circa la rimozione degli ostacoli alla cooperazione tra gli azionisti;
3. l'approccio *comply or explain*: al riguardo, la Commissione solleva quesiti volti ad individuare migliori modalità di applicazione dei codici nazionali, puntando, soprattutto, ad un miglioramento della qualità delle spiegazioni da fornire in caso di deviazione e al tema del monitoraggio (ad esempio, mediante l'introduzione di organismi di sorveglianza esterni).

1.2.7 Le risposte europee alla consultazione pubblica: la metodologia utilizzata e l'analisi

Per ciascuno di questi temi sopra citati, il 'Green Paper' solleva interrogativi importanti che possono migliorare il livello di buona *corporate governance* in Europa. Il termine per presentare contributi in risposta alla consultazione era stato fissato al 22 luglio 2011; al termine della consultazione, in autunno, l'UE ha elaborato un documento di *feedback*¹² che sintetizzerà i risultati delle 409 risposte ricevute.

Le risposte pervenute sono state così suddivise:

1. *Individual Replies*;
2. *Public Authorities*;
3. *Registered Organisations*.

Nel presente lavoro si analizzeranno solo alcune questioni sollevate dal 'Green Paper' e le relative risposte italiane, inglesi e tedesche, al fine di comprendere le posizioni di tre realtà di *governance* così lontane. Al

¹² Il documento di *feedback* presenta un ampio riassunto delle risposte a ciascuna delle specifiche 25 domande sollevate nel documento di consultazione. Si tratta di un documento di fatto che presenta i risultati della consultazione e non annuncia nessuna opzione politica.

riguardo, saranno indagate le risposte delle *Public Authorities*, ritenendo quest'ultime più rappresentative della posizione dei paesi indagati (Italia, Regno Unito e Germania), i restanti contributi non sono state oggetto di analisi in quanto poco rappresentativi delle intenzioni dei paesi: spesso trattasi di organizzazioni o soggetti operanti in diversi paesi, pertanto, il loro contributo risulta scarsamente rilevante ai nostri fini.

Purtroppo, per quanto concerne l'Italia, non è stato possibile analizzare i contributi delle *Public Authorities* in quanto nessuna risposta è pervenuta all'UE da parte delle autorità italiane; dunque, è stato necessario analizzare altri contributi, ossia quelli delle *Registered Organisations*, limitatamente al caso italiano. Specificatamente sono state analizzate le posizioni d'importantissime organizzazioni registrate, operanti solo nel territorio nazionale quali Assonime, Confindustria, Abi.

Esaminando le risposte ai quesiti così selezionati, all'interno del 'Green Paper', cercheremo di capire se gli argomenti sono già stati adeguatamente trattati a livello nazionale, se dalle domande derivano soluzioni paragonabili in tutti gli stati membri, e se un'eventuale azione a livello comunitario è effettivamente necessaria, e in caso affermativo, a quale livello tale intervento deve essere operato, con l'obiettivo finale di tracciare un quadro sulle prospettive europee future in tema di *governance*.

Tab. 3 – Informazioni riassuntive delle risposte al 'Green Paper' dell'UE

Quesito	IT Assonime	IT Confind.	IT ABI	UK Govern.	UK FRC	UK Takeover	GER Bundestag	GER Bundesregierung	GER Bundesrat
1	NO	NO	SÌ	NAZ	NAZ	-	NO	NO	-
3	NO	NO	NO	NO	NO	-	SÌ	SÌ	SÌ
4	NO	NO	NO	NO	NO	-	NO	NO	-
5	NO	NO	NO	SÌ	SÌ	-	NAZ	NAZ	-
6	NAZ	NAZ	NAZ	SÌ	SÌ	-			
7	NO	NO	NO	NO	NAZ	-	SÌ	NAZ	SÌ
8	NO	NO	NO	NAZ	NAZ	-	NO	NO	NO
9	NO	NO	NO	SÌ	SÌ	-	-	NO	-
10	NO	NO	NO	NO	NO	-	-	NO	-

Quesito	IT Assonime	IT Confind.	IT ABI	UK Govern.	UK FRC	UK Takeover	GER Bundestag	GER Bundesregierung	GER Bundesrat
11 12	NO	NO	NO	SÌ	SÌ	-	-	NO	NO
21 22	NO SÌ	NO NO	NO NO	NO	NO	-	-	NO	-
23	SÌ	-	NO	RACC EU	NO	-	SÌ	SÌ	-
24	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ	NO	-	NO	NO	-
25	NO	NO	NO	NO	NO	-	NO	NO	NO

Legenda Tabella: (-) non ha fornito risposta al quesito esaminato; NO = non ritiene necessario alcun tipo di intervento a livello europeo; SÌ = ritiene opportuno un intervento in ambito comunitario; NAZ = evidenzia la necessità di un intervento in materia in ambito nazionale, in luogo di un intervento europeo; RACC EU= si ritiene necessaria l'introduzione di una raccomandazione a livello europeo.

Dunque, in sintesi, è possibile notare dalla tabella riassuntiva (vedi Tab. 3) come i diversi paesi oggetto d'indagine si siano dichiarati sostanzialmente contrari ad interventi a livello europeo. Con riferimento ai quesiti sollevati dalla Commissione Europea nella menzionata consultazione pubblica, i paesi indagati in alcuni casi sono consapevoli della necessità di disciplinare taluni aspetti di *governance*, tuttavia prediligono interventi nazionali data la diversità dei contesti europei; in altri casi, ritengono non necessario dettare ulteriori norme/raccomandazioni, per scongiurare il rischio di un eccessivo ingessamento delle attività societarie. Quest'ultimo, ad esempio, è il caso del primo quesito, per il quale i tre paesi europei non ritengono necessario un intervento a livello europeo volto a differenziare le norme in tema di *governance* per le PMI, giudicando il principio adeguato e già sufficientemente idoneo a garantire tale flessibilità alle imprese di minori dimensioni.

Anche con riferimento alla separazione del ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione e di Amministratore delegato (quesito 3), i paesi esaminati, pur riconoscendo l'importanza che tale raccomandazione riveste all'interno della struttura di governo di una società, consentendo un equilibrio di poteri ed un miglioramento dei processi decisionali, ammettono la possibilità che, in determinati contesti, il cumulo degli incarichi

possa risultare vantaggioso. Solo la Germania si dichiara sostanzialmente favorevole ad un intervento europeo in materia.

Interessante è l'allineamento dei tre paesi con riferimento alla possibilità di prevedere l'obbligo per le società quotate di affidare all'esterno la valutazione del funzionamento del Consiglio di Amministrazione e dei suoi Comitati (quesito 8): non si ritiene necessario un intervento a livello europeo, rimettendo al Consiglio di Amministrazione stesso il compito di stabilire le modalità più efficaci per svolgere tale valutazione.

In rari casi, i paesi si dichiarano favorevoli ad interventi comunitari: il riferimento è, ad esempio, al Regno Unito per quanto concerne la possibilità di rendere obbligatoria la divulgazione della politica di retribuzione adottata dagli emittenti, per la diversità in termini di genere e per l'introduzione di maggiori obblighi informativi, con riferimento ai principali rischi aziendali, in capo al Consiglio di Amministrazione (quesiti 4, 5 e 6).

Di particolare rilevanza ai nostri fini, sono gli ultimi due quesiti sollevati con riferimento al funzionamento del principio *comply or explain*; la Commissione Europea propone un inasprimento degli obblighi informativi da riportare all'interno delle relazioni: si propone di obbligare le società a fornire spiegazioni dettagliate sui motivi di un eventuale disallineamento rispetto alle raccomandazioni contenute nei codici, nonché l'obbligo di descrivere le soluzioni alternative adottate. Dall'analisi delle risposte fornite dai tre paesi oggetto di indagine, si può notare che solo l'Italia ritiene necessario tale intervento, mentre il Regno Unito e la Germania ritengono sufficiente l'influenza esercitata dal mercato. Questi ultimi due paesi risultano sostanzialmente contrari alla burocratizzazione di un principio già di per se funzionante: imporre alle società l'obbligo di fornire spiegazioni dettagliate anche delle soluzioni alternative adottate comporterebbe la predisposizione di *format* prestabiliti che le società dovrebbero seguire nel redigere la relazione sul governo societario. Tale obbligo aggiuntivo contrasterebbe con il principio di adesione volontaria.

Concludendo, sempre con riferimento al funzionamento del principio adeguati/spiega, possiamo evidenziare come tutti i paesi oggetto del presente studio hanno esposto il loro disaccordo in relazione alla possibilità di introdurre dei supervisori esterni; anche in questo caso notiamo un allineamento nelle intenzioni dei paesi europei esaminati: l'obiettivo di mantenere la flessibilità prevista nei codici di autodisciplina risulta di primaria importanza.

In Italia, il Codice Preda è un modello di riferimento senza carattere di obbligatorietà nel quale si ritrovano raccomandazioni volontarie. Tuttavia, nella fisiologia di un mercato altamente sviluppato e liquido come quello

inglese, ma anche tedesco, la perdita di reputazione costituisce una sanzione più importante di quella amministrativa, mentre, nel contesto nazionale, dove i mercati sono notevolmente meno sviluppati, sarebbe necessario adottare degli accorgimenti aggiuntivi.

Dunque, a parere di chi scrive, appaiono interessanti al riguardo le proposte contenute nel 'Green Paper' dell'Unione Europea in relazione alla possibilità di inserire delle autorità esterne; tuttavia, sebbene tale possibilità potrebbe consentire all'Italia di risolvere le perplessità connesse a tale principio dovute allo scarso sviluppo dei mercati interni, la posizione delle autorità inglesi, tedesche ma anche italiane¹³ risulta contraria a tale previsione. L'introduzione di meccanismi di controllo esterno non risulta compatibile con la flessibilità del principio alla base dei codici stessi, rischiando dunque, di compromettere il naturale funzionamento di questi: un controllo da parte di organismi esterni non risulterebbe in linea con tale approccio.

I paesi illustrano come, il principio *comply or explain*, rappresenta un mezzo adeguato per garantire flessibilità alle imprese e, contestualmente, consente di informare gli azionisti e il mercato della *governance* adottata dalla società. Mediante tale meccanismo, la sanzione più efficace è rappresentata dal mercato, quindi, non è necessario prevedere dei meccanismi di monitoraggio esterno e regole più precise in tema di comunicazioni di *corporate governance*.

Tuttavia, in alcuni contesti, la sua attuazione pratica soffre di alcune carenze, soprattutto legate all'insoddisfacente qualità delle informazioni riportate nelle relazioni e delle motivazioni di eventuali deviazioni. Questi problemi potrebbero essere risolti attraverso il rafforzamento del ruolo di monitoraggio attribuito al mercato, potenziando il ruolo dei sindaci, intervenendo sugli investitori istituzionali e creando un quadro generale per garantire informazioni esaurienti, dal punto di vista qualitativo e quantitativo. Dunque, il regime *comply or explain* non deve essere abbandonato, bensì rafforzato.

A parere di chi scrive, dal presente studio emergono alcune considerazioni: pur non ritenendo necessaria l'introduzione di disposizioni obbligatorie, gli stati membri sono interessati a 'dare uno sguardo' a livello comunitario; è legittimo e opportuno esaminare i principi di *corporate governance* su scala comunitaria per vedere se qualcosa si può imparare, mantenendo la creatività e la flessibilità delle imprese dell'UE. In tale contesto, i diversi sistemi di *governance* dell'Unione non dovrebbero essere

¹³ Eccetto Assonime. Si rinvia al capitolo per una spiegazione più dettagliata.

interpretati come un ostacolo alla libera impresa in un mercato unico, ma come un tesoro di diverse soluzioni possibili.

Tuttavia, l'assenza di armonizzazione delle norme sulla *corporate governance* potrebbe avere importanti conseguenze negative sulla libera circolazione delle merci o dei servizi, nonché provocare un impatto diretto sulla libera movimentazione dei capitali. Malgrado ciò, a parere di chi scrive, le differenze esistenti non dovrebbe rappresentare un ostacolo alla creazione di un mercato dei capitali unico a livello europeo, in quanto – dallo studio condotto – emerge comunque una timida volontà dei paesi di proseguire verso un processo di convergenza, ma in modo del tutto 'spontaneo', senza ricorrere ad ulteriori precise regole o raccomandazioni emanate a livello comunitario.

1.3 Conclusioni

All'inizio del presente lavoro abbiamo visto come il susseguirsi di situazioni di mal governo aziendale, di crisi economiche e di clamorosi scandali hanno riportato l'attenzione, negli ultimi anni, sul concetto di *corporate governance*.

Invero, la volontà di affrontare questo tema non nasce solo in seguito al rinnovato interesse nei confronti dei meccanismi di governo societario, bensì anche dalla consapevolezza dell'importanza e della necessità di dettare regole in materia. Infatti, un efficace sistema di governo e un diritto societario dinamico sono elementi essenziali per proteggere il mercato da frodi e negligenze, e per assicurare che gli investitori abbiano le informazioni necessarie a prendere decisioni di investimento consapevoli.

L'obiettivo che ci si è posti di raggiungere è stato proprio quello di esaminare come le raccomandazioni in tema di governo societario vengano applicate dalle principali società quotate italiane, ma anche e soprattutto quello di tracciare un quadro sui futuri *trend* in tema di *governance* con particolare riferimento al contesto europeo. Infatti, malgrado la ricchezza degli studi e gli approcci esistenti in materia, è emerso un *gap*, ossia un vuoto in letteratura con riferimento a studi o indagini relativi alle prospettive future in tema di *governance*. Proprio quest'aspetto ha spinto ad avviare un'analisi. Al riguardo sono stati oggetto di indagine contesti europei profondamente differenti da quello italiano: quelli anglosassone e tedesco. Entrando nel cuore del presente lavoro, si è cercata una risposta all'iniziale interrogativo: si sta verificando, sostanzialmente quale conseguenza del processo di globalizzazione dei mercati finanziari e dell'omogeneizzazione delle normative e delle culture nazionali, una convergenza verso un modello di *governance* europeo comune?

Il primo passo è stato quello di analizzare la diversità nei quadri politici ed economici nazionali, nelle normative e negli approcci di *governance*. L'esistenza di tali differenze ha spinto ad indagare se l'armonizzazione al livello europeo potesse essere estesa anche alla struttura di *governance*; per raggiungere tale intento, l'approccio seguito è stato quello di analizzare due diversi aspetti: le differenze esistenti nei codici di comportamento e le attuali opinioni in tema di governo d'impresa dei suddetti stati.

Per quanto concerne i codici di comportamento, si è operata un'indagine comparativa tra le più recenti versioni dei codici: *UK Corporate Governance Code* del 2010, il Codice di Autodisciplina italiano del 2011, e il *Kodex* tedesco del 2010.

Ciò che emerge dall'analisi dei Codici è un reale allineamento, ad esempio, in termini di *compliance*: il principio alla base dei diversi Codici emanati dagli stati membri oggetto di indagine segue dovunque un meccanismo 'rispetta o spiega'.

Inoltre, i vari Codici esaminati hanno mostrato tutti una forte tendenza nel raccomandare la costituzione di comitati, la presenza di amministratori indipendenti e una struttura di *leadership* separata. Tale allineamento è riscontrabile soprattutto con riferimento al Codice inglese e italiano. Tuttavia, dallo studio emergono alcune differenze, soprattutto con riferimento all'autodisciplina tedesca; le discordanze sono senza dubbio imputabili al sistema di amministrazione adottato in Germania, ossia al sistema dualistico, e al particolare contesto. Tale realtà vanta una maggiore tradizione legislativa e regolamentare in tema di governo d'impresa rispetto all'Italia, ma le profonde differenze in termini di contesto legislativo, culturale e finanziario (rispetto al Regno Unito) hanno determinato una disciplina di *governance* diversa, e sostanzialmente più snella. Le raccomandazioni sono meno stringenti, rimettendo al mercato la possibilità di 'premiare' le imprese con standard migliori, ma soprattutto l'implementazione di un sistema di tipo dualistico consente già di per sé una continua supervisione sull'operato del Consiglio di Gestione; pertanto, il *Kodex* prevede raccomandazioni meno dettagliate ad esempio, in tema di amministratori indipendenti, di comitati, di *Board evaluation*. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, il Codice tedesco prevede solo una raccomandazione generica circa la necessità, per il Consiglio di Sorveglianza, di valutare periodicamente la sua attività. Diversamente, il Codice italiano prevede che tale attività debba essere svolta con cadenza almeno annuale, ed ancora, l'*UK Corporate Governance Code*, detta una disciplina più dettagliata: quest'ultimo è l'unico – al momento – a raccomandare esplicitamente una valutazione da parte di un soggetto esterno, con cadenza almeno triennale (tale previsione è

dettata per gli emittenti facenti parte del FTSE 350).

Proseguendo più nel dettaglio, per raggiungere l'obiettivo di individuare le tendenze future in tema di *governance*, si è avviata una vera e propria indagine sul citato 'Green Paper'. Dall'analisi dei contributi in risposta presentati all'Unione dai paesi membri, è possibile desumere le opinioni nonché gli intenti futuri in tema di *governance*: i tre paesi oggetto di indagine hanno mostrato unanime disaccordo nei confronti di possibili interventi da parte dell'Unione Europea.

Si evince un generale scetticismo verso norme di *governance* dettate a livello comunitario: ciascuna realtà esaminata, con riferimento a buona parte dei quesiti, predilige interventi volti a disciplinare tali aspetti a livello nazionale, al fine di garantirsi la flessibilità necessaria ad 'adattare' le raccomandazioni allo specifico contesto.

Tuttavia, nonostante la riconosciuta necessità di adottate soluzioni organizzative *country specific* in tema di *governance*, nei diversi paesi, la tendenza a convergere verso pratiche uniformi, sembra essere più forte e incisiva di quanto non sia quella verso la differenziazione.

Infatti, se dalle risposte emerge il disaccordo degli stati nei confronti di interventi a livello europeo, è d'obbligo specificare come le motivazioni connesse a tali opposizioni derivano regolarmente dalla necessità degli stati di intervenire a livello nazionale al fine di poter prevedere delle eccezioni specifiche alle raccomandazioni contenute nei codici. Quanto citato sta a significare che i paesi non sono contrari all'inserimento di previsioni di *governance* uniformi volte a rafforzare e facilitare la creazione di un mercato unico a livello europeo, bensì si oppongono all'inserimento di tali previsioni a livello comunitario: ciascuno stato deve poter inserire delle eccezioni specifiche a tali raccomandazioni, che saranno previste sulla base delle peculiarità dello specifico contesto e delle caratteristiche delle imprese in esso operanti. In tal modo, i paesi membri manterranno una certa flessibilità e contestualmente saranno in grado di uniformarsi alle pratiche adottate dagli altri stati europei.

Dunque dall'analisi congiunta dei Codici e delle risposte fornite al 'Green Paper' in tema di governo societario emerge la volontà dei paesi di proseguire verso un processo di convergenza in modo puramente 'spontaneo', senza ricorrere ad ulteriori precise regole o raccomandazioni emanate a livello comunitario. Tale preferenza verso norme non dettate indiscriminatamente per tutte le società, a parere di chi scrive, non dovrebbe rappresentare un ostacolo alla creazione di un mercato dei capitali unico europeo.

L'analisi effettuata al fine di individuare possibili evoluzioni future della *governance* europea è solo una prima indagine parziale che, ovviamente, potrebbe essere resa più completa, ad esempio, attraverso il riferimento ad

un maggior numero di codici europei e ad altre risposte fornite alla consultazione pubblica promossa dall'Unione Europea. Estendendo l'analisi anche a contesti diversi da quello italiano, inglese e tedesco, potrebbe essere possibile evidenziare come i risultati ottenuti dipendono strettamente dalle peculiarità proprie dei paesi esaminati.

In conclusione, a parere di chi scrive, dallo studio emergono alcune considerazioni finali. Pur non ritenendo necessaria l'introduzione di disposizioni obbligatorie da applicarsi indistintamente a ciascun paese, gli stati membri sono interessati a 'dare uno sguardo' a livello comunitario; è legittimo e opportuno esaminare i principi di *governance* su scala comunitaria per vedere se qualcosa si può imparare, mantenendo la creatività e la flessibilità delle imprese. In tale contesto, i diversi sistemi di *governance* dell'Unione non dovrebbero essere interpretati come un ostacolo alla libera impresa in un mercato unico, ma come un tesoro di diverse soluzioni possibili. Dallo studio condotto, infatti, emerge una visione relativamente unitaria di ciò che rappresenta una buona *governance*: le differenze esistenti risultano necessarie per rendere i codici compatibili con le diverse norme di diritto societario e con le diverse tradizioni nazionali, pertanto trattasi di differenze difficili da appianare. Affiora comunque una volontà dei paesi di proseguire verso un processo di convergenza in modo puramente 'spontaneo', dunque emerge l'idea di tendere verso un'Europa 'unita ma non uniforme'.

Malgrado tali considerazioni conclusive, indubbiamente, il dibattito europeo sulla possibilità di attuare un'armonizzazione maggiore dal punto di vista legislativo e regolamentare nell'area della *corporate governance* e quali strumenti debbano essere utilizzati, è molto rilevante e lontano da una conclusione.

BIBLIOGRAFIA

- BALP G. (2002), *Il codice tedesco di corporate governance nella prospettiva di riforma della legge azionaria*, in «Rivista delle Società».
- BORSA ITALIANA (2003), *Corporate Governance in the Italian Listed Companies*.
- CONFEDERATION OF BRITISH INDUSTRY (1998), *Hampel Report*, Londra.
- MONKS R., MINOW N. (2004), *Corporate Governance*, Oxford, Blackwell Publishing.
- SALVIONI D.M. (2004), *Corporate governance, controllo di gestione e le risorse immateriali*, Milano, FrancoAngeli.

CAPITOLO 2

Corporate governance e performance aziendale delle società quotate in Italia

Paola Demartini, Stefano Demofonte

2.1 Introduzione

Il tema degli assetti di governo delle imprese ha da sempre ricoperto un ruolo rilevante all'interno della letteratura economico-aziendale. L'importanza riconosciuta negli ultimi anni alla tutela dei diritti degli azionisti e di tutti i portatori d'interessi ha posto la *corporate governance* al centro di un intenso dibattito che si protrae ormai da più di un decennio e ha suscitato la crescente attenzione degli studiosi di matrice economica e giuridica.

A rafforzare l'attenzione su tale tematica hanno contribuito diversi eventi tra cui il fallimento di grandi colossi mondiali quali Enron, Worldcom, Cirio, Parmalat. Ciò ha fatto sì che nella maggior parte dei paesi industrializzati vi fosse una vera e propria nuova 'ondata regolatrice'. A partire dalla *Sarbanes-Oxley Act* negli Stati Uniti fino ad arrivare alla nostra Riforma sul Risparmio (L. 262/2005), gli sforzi di economisti, studiosi, *policy-maker* si sono moltiplicati nella ricerca di un sistema migliore che permettesse agli investitori di avere maggiori garanzie e minori incertezze.

Ogni discussione sulla *corporate governance* riguarda i conflitti di interesse ed i tentativi per minimizzarli. Soggetti diversi sono, infatti, portatori d'interessi diversi rispetto all'impresa e quando questi interessi divergono possono sorgere conflitti di agenzia. Il dibattito sulla *corporate governance* prende avvio quando la frammentazione del capitale in una società introduce un nuovo modo di essere delle imprese, dove il ruolo del proprietario (*principal*) è separato da quello del soggetto che detiene il controllo (*agent*)¹. La separazione tra proprietà e controllo genera, dunque, un

¹ Per un approfondimento sul tema si veda J. BERK, P. DE MARZO, *Finanza aziendale*, Pearson, Londra 2008.

conflitto d'interessi tra i proprietari della società e coloro che la governano: all'obiettivo dei proprietari di avere adeguati ritorni economici del capitale investito, si contrappone l'obiettivo dei *manager* di raggiungere posizioni di potere e di soddisfare interessi personali.

Il ruolo chiave del sistema di *corporate governance* consiste proprio nel mitigare il conflitto d'interessi che nasce dalla separazione tra proprietà e controllo, risultando, dunque, essere particolarmente semplice comprendere come il successo aziendale sia un risultato raggiungibile soltanto se l'impresa adotti adeguati meccanismi interni ed esterni di *governance* che permettano di monitorare in modo adeguato l'attività degli amministratori e, quindi, scoprire eventuali deviazioni dal perseguimento degli interessi alla cui soddisfazione gli stessi sono preposti.

Si avvia dunque un intenso dibattito e, il termine *governance* inizia a diffondersi sino a divenire, a partire dagli anni Novanta, sempre più ricorrente nel linguaggio aziendale. Ad amplificarne l'interesse contribuisce il processo di globalizzazione e di conseguente apertura del mercato dei capitali. Governi, investitori e imprese si trovano, infatti, a dover fare i conti con la *governance*.

I governi, da un lato, sostengono l'adozione delle migliori pratiche di *governance*, poiché, esse favoriscono l'afflusso di capitali. Gli investitori riconoscono, invece, nella *corporate governance* un nuovo strumento da utilizzare nelle loro valutazioni e decisioni sull'opportunità di fare o meno investimenti. Le imprese, infine, si rendono conto che la *corporate governance* è una 'leva di valore' da poter spendere sul mercato, poiché, gli investitori sono disposti a pagare un 'premio' per le azioni di imprese che hanno un sistema con pratiche di governo societario ben definite².

Il sistema di *governance* aziendale, nel momento in cui si tratta di prendere decisioni d'investimento, viene paragonato ad un vero e proprio indicatore di performance e nel corso degli anni una buona *governance* è divenuta sinonimo di buona reputazione, svolgendo un ruolo chiave nel decretare il successo aziendale. È proprio partendo da queste considerazioni che numerosi studiosi si sono avvicinati a tale tematica con l'obiettivo di verificare, anche da un punto di vista empirico, l'effettiva importanza ricoperta dalla *corporate governance* nel decretare il successo aziendale, focalizzando l'attenzione in particolare sul ruolo, sulla composizione e sul funzionamento del Consiglio di Amministrazione.

Scendendo maggiormente nello specifico, è possibile ritrovare diversi

² La società di consulenza e *management* McKinsey, a riguardo, in un sondaggio effettuato nel 2002 su 201 investitori istituzionali, ha scoperto che nel 76% dei casi i soggetti intervistati sono disposti a pagare un premio per le aziende meglio governate.

studi empirici che hanno cercato di evidenziare l'esistenza di una relazione positiva tra la *corporate governance* e la performance aziendale, senza però giungere a risultati univoci e concordanti. È proprio da questa panoramica che emerge l'interrogativo chiave cui, nel seguente lavoro, si è cercato di dare una risposta: esiste veramente una relazione positiva tra una buona *corporate governance* e il successo aziendale, misurato in termini di performance?

Per rispondere a questo interrogativo l'attenzione è stata focalizzata sul ruolo svolto dal Consiglio di Amministrazione, quale importante meccanismo interno di *governance* e sulla verifica empirica della relazione tra *governance* aziendale e performance.

2.2 Corporate governance: *considerazioni introduttive*

2.2.1 *L'evoluzione della corporate governance: dalle origini al dibattito odierno*

Agli inizi del XIX secolo gli imprenditori svolgevano i loro affari facendo ricorso a diverse forme giuridiche, nessuna delle quali, però, prevedeva la responsabilità limitata per i debiti della società. Così facendo gli investitori risultavano essere scoraggiati a partecipare al capitale di rischio in quanto, in caso di insolvenza della società, i creditori avevano la possibilità di rifarsi sul patrimonio dei soci e dei loro familiari. A quel tempo, dunque, la situazione era caratterizzata dalla coincidenza del ruolo di conferente di capitale e di amministratore nella figura dell'imprenditore³.

Verso la metà del XIX secolo si assiste però ad un cambiamento. L'ordinamento giuridico consente, infatti, la possibilità di creare forme societarie dotate di personalità giuridica e questo accresce in maniera esponenziale l'interesse verso la *corporate governance*. Sono le società di capitali e la loro introduzione rappresenta un'innovazione giuridica di fondamentale importanza nella storia economica. Si tratta di società che possono assumere la titolarità di diritti e di responsabilità legali, che prima erano attribuite alle sole persone fisiche, e che sono distinte e indipendenti da quelle degli azionisti che, temporaneamente, ne possiedono le quote di capitali di rischio.

Il capitale di rischio, per assecondare i processi di crescita nella dimensione aziendale, inizia dunque ad essere frammentato. Siamo nel lontano 1932 quando due studiosi statunitensi, Bearle e Means, riscontrano, quale effetto della frammentazione del capitale, un nuovo modo di essere delle

³ A. ZATTONI, *Corporate governance*, Egea, Milano 2006.

imprese, nelle quali il ruolo del proprietario (*principal*) risulta essere separato da quello del soggetto che detiene il controllo (*agent*). *Principal* e *agent* si trovano ad operare, in effetti, perseguendo interessi non sempre coincidenti: mentre l'obiettivo dei proprietari è quello di avere un adeguato ritorno economico dal loro investimento, i *manager* hanno l'obiettivo di conseguire posizioni di potere e di prestigio, o comunque, di soddisfare i propri interessi personali⁴. La presenza d'interessi divergenti di *principal* e *agent* è l'elemento che rappresenta lo stimolo che dà il via al dibattito sulle problematiche di *corporate governance*, intendendo la stessa come l'insieme dei meccanismi di controllo grazie ai quali allineare questi divergenti interessi.

Contemporaneamente il dibattito si sposta anche in altri paesi ed in particolare nel Regno Unito. È proprio dalla decisione delle imprese britanniche, di quotare sul mercato dei capitali le proprie aziende, che cresce ulteriormente l'interesse verso la *governance*.

Per registrare un ulteriore avanzamento nel dibattito bisogna attendere l'arrivo degli anni Settanta, a seguito delle direttive della Comunità Economica Europea, aventi l'obiettivo di guidare il processo di armonizzazione del diritto societario tra i vari stati membri. Negli anni Ottanta, però, il dibattito sulla *corporate governance* sembra perdere di interesse in quanto l'orientamento prevalente sosteneva che questa non fosse altro che una trovata pubblicitaria di alcuni 'fanatici' del diritto.

Verso la fine degli anni Novanta, a seguito del processo di privatizzazione, della crescita del peso degli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese e del fallimento di alcune importanti società, tale tematica torna fortemente alla ribalta attirando l'attenzione di studiosi, economisti, investitori, legislatori. Lo shock provocato dai clamorosi collassi di gruppi multinazionali come Enron (2001), WorldCom (2002), Parmalat (2003), spesso causati da carenze nel sistema di governo societario e da scarsa trasparenza delle relazioni tra *manager*, proprietà e altri *stakeholders*, ha fatto definitivamente comprendere che una 'cattiva' architettura delle regole di governo dell'impresa e la mancanza di trasparenza sulle stesse rappresenta un elemento di debolezza e criticità del capitalismo moderno. Sono state avviate a livello mondiale diverse iniziative volte a rafforzare la *governance* ritenendo che tali fallimenti non sarebbero accaduti se gli azionisti avessero adeguatamente monitorato il *management*, se vi fosse stata un'adeguata informazione al mercato e se vi fossero stati efficaci controlli dei revisori. Ciò ha dato nuovo vigore alle istanze di coloro che

⁴ A.A. BERLE, C.G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, McMillan, NY 1932.

vedevano nella (buona) *corporate governance* un elemento ‘vincente’ per un governo sano e corretto delle imprese, spingendo così verso un rafforzamento dei presidi di *governance* delle società quotate in mercati regolamentati.

Con l’espressione *corporate governance* si identifica un oggetto di studio molto vasto; l’ampiezza di tale tematica, che ha nella multidisciplinarietà e nella interdisciplinarietà uno dei motivi di maggiore interesse, è testimoniata anche dal fatto che diversi autori facciano riferimento a diverse accezioni di *corporate governance*. Non esiste, infatti, una definizione univoca di *corporate governance* e giungere ad una definizione universalmente accettata risulta essere un obiettivo non facile da perseguire.

Etimologicamente, il verbo transitivo ‘governare’ deriva da ‘reggere il timone’, *gubernare* in latino, mentre *governance* è un termine utilizzato in Gran Bretagna sin dal XIV secolo per indicare saggezza e senso di responsabilità⁵; *corporate* viene invece dal latino *corpus*, corpo, corporazione, società, azienda. La *corporate governance* è quindi l’attività di guida dell’impresa societaria, vista nel complesso dinamico e contingente delle interrelazioni tra le parti coinvolte, considerate sul piano dei relativi interessi, ruoli, strumenti, e principi di comportamento. Nella tabella sottostante (vedi Tab. 1) è possibile osservare alcune delle definizioni più diffuse a livello internazionale, ognuna delle quali si focalizza su un punto di vista differente della tematica in esame: dalla più essenziale, dove viene descritto il ruolo base della *corporate governance* (*The Cadbury Report* 1992), a una serie di definizioni più accurate che avvolgono la contabilità aziendale (Tricker 1984), la prospettiva finanziaria (Parkinson 1994) e il successo aziendale (Keasy and Wright 1993).

Tab. 1 – Definizioni di *corporate governance*

La <i>corporate governance</i> è...	Autore e anno
«[...] the process of supervision and control concern the ensure that the company’s management acts in in accordance with the interests of shareholders».	Parkinson 1994
«[...] the governance role is not concerned with the running of the business of the company, but with givin overall direction to the enterprise, with over-seeing and controlling the executive actions of management and with satisfying legitimate expectations of accountability and regulation by interests beyond the corporate boundarie».	Tricker 1984

⁵ A. ZATTONI, *Corporate governance*, Egea, Milano 2006.

«[...] the governance of an enterprise is the sum of those activities that make up the internal regulation of the business in compliance with the obligations placed on the firm by legislation, ownership and control. It incorporates the trusteeship of assets, their management and their deployment».	Cannon 1994
«[...] the relationship between shareholders and their companies and the way in which shareholders act to encourage best practice. Increasingly, this includes shareholder ‘activism’ which involves a campaign by a shareholder or a group of shareholders to achieve change in companies».	The Corporate Governance Handbook 1996
«[...] the structure, process, cultures and system that engender the successful operation of the organization».	Keasy and Wright 1993
«[...] the system by which companies are directed and controlled».	The Cadbury Report 1992

Fonte: J. SOLOMON, A. SOLOMON, *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons, UK, 2004

Anche nella letteratura economica italiana sono presenti numerosi autori che hanno fornito il proprio contributo su tale tematica. Tra tutte le definizioni di *corporate governance*, emerse nel corso degli anni, risulta essere particolarmente interessante richiamarne alcune che possano in qualche modo descrivere l’evoluzione del dibattito in atto su tale materia.

Il punto di partenza può essere rappresentato dalla definizione di Coda che considera il ‘sistema di *governance*’ come «l’insieme dei caratteri di struttura e funzionamento degli organi di governo (Consiglio di Amministrazione, Presidente, Comitati) e di controllo (Collegio Sindacale, società di revisione) nei rapporti intercorrenti tra loro e nelle relazioni con gli organi/esponenti della proprietà e con la struttura manageriale»⁶. In questa definizione viene posta particolare attenzione all’individuazione degli organi che costituiscono il complesso della *governance* aziendale, differentemente da quanto evidenziato invece da Bruni, il quale sottolinea come «la *corporate governance* concerne il sistema di diritti, processi e meccanismi di controllo istituiti, sia internamente che esternamente, nei confronti dell’amministrazione di un’impresa al fine di salvaguardare gli interessi degli *stakeholders*». Altro contributo alla definizione di *corporate*

⁶ V. CODA, *Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto*, in *Scritti di economia aziendale in memoria di Raffaele D’Orlando*, t. I, CEDAM, Padova 1997.

governance viene fornito da Catturi, secondo il quale la *governance* è «la presenza di più organi che compongono e caratterizzano, insieme ad altri, l'unitario e complesso organismo socio-economico»⁷. Airoidi, invece, introduce il concetto di assetto istituzionale, il quale sembra poter includere le definizioni precedenti. Nella visione propria della dottrina italiana dell'economia aziendale, l'assetto istituzionale rappresenta una delle variabili tra loro interconnesse che costituiscono, nel loro insieme, la struttura generale d'azienda. Tale variabile si situa in una posizione sovraordinata alle altre facenti parte del modello della struttura generale d'azienda, in ragione delle caratteristiche generali della struttura che tale variabile indaga e rappresenta.

L'assetto istituzionale viene, infatti, tradizionalmente definito come 'la configurazione in atto' di:

- soggetti, ossia le persone e i gruppi di persone che partecipano alla vita dell'impresa (conferenti di capitale di rischio, prestatori di lavoro, fornitori), nell'interesse dei quali l'attività aziendale si svolge;
- contributi che tali soggetti forniscono all'azienda (capitale, competenze tecniche o manageriali);
- ricompense ottenute da tali soggetti, in relazione alla loro partecipazione all'impresa (dividendi, retribuzione, potere);
- prerogative di governo economico dell'azienda facenti loro capo;
- meccanismi e strutture che regolano le correlazioni tra i contributi e le ricompense e attraverso i quali le prerogative di governo economico sono esercitate (assemblee, il CdA, i patti di sindacato, i gruppi e le relazioni).

Lo studio della configurazione dell'assetto istituzionale, come sopra descritto, costituisce il campo d'indagine specifico proprio della *corporate governance* secondo le definizioni generalmente accettate.

2.3 La relazione tra governance e performance: una review degli studi condotti in Italia e all'estero

Il nostro obiettivo è quello di effettuare una *review* degli studi condotti in Italia e all'estero che hanno cercato di analizzare il binomio *governance-performance*, in modo da fornire le basi per poter comprendere nel miglior modo possibile l'analisi empirica che verrà presentata nel capitolo

⁷ G. CATTURI, *L'azienda universale, l'idea-forza, la morfologia e la fisiologia*, CEDAM, Padova 2003.

successivo e che rappresenta il fine ultimo di questo mio lavoro.

Occorre innanzitutto evidenziare che la letteratura sulla relazione tra *corporate governance* e performance aziendale ha prodotto risultati non univoci e spesso discordanti, probabilmente anche a ragione della difficoltà di generare misure affidabili e valide, in grado di rappresentare la complessità della *corporate governance* stessa.

Gli studi che vengono presi in esame in questo lavoro sono quelli che analizzano la relazione tra singole caratteristiche del Consiglio di Amministrazione e performance aziendali. Un primo filone di ricerche ha studiato la relazione tra composizione del Consiglio di Amministrazione (amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti) e performance. Alcuni studi hanno, invece, cercato di stabilire una relazione tra la dimensione del Consiglio di Amministrazione e le performance aziendali al fine di comprendere se i Consigli di Amministrazione di grandi dimensioni siano meno efficaci di quelli di ridotte dimensioni dal punto di vista di risultati.

2.3.1 *Gli studi sulla relazione tra dimensione del Board e performance aziendale*

Questo filone di studi si è posto come obiettivo quello di verificare se il numero di amministratori presenti nei Consigli di Amministrazione possa in qualche modo incidere sulla performance aziendale. Dalla lettura e dall'analisi dei risultati empirici di tali lavori è possibile evidenziare come gli studi che si sono mossi lungo questa direttrice non hanno condotto a conclusioni univoche e concordanti.

Lipton e Lorsh⁸ hanno evidenziato come *Board* di grandi dimensioni risultino essere meno efficienti di quelli di piccole dimensioni. Gli autori sostengono che la crescita dimensionale del *Board* sicuramente può far aumentare le capacità di monitoraggio, ma i benefici che ne derivano sono inferiori ai costi da sostenere: una maggiore dimensione determina, infatti, una minore efficienza dello stesso ed è correlata ad un aumento dei tempi delle decisioni, a difficoltà nel coordinare e organizzare il team, all'impossibilità di mantenere alto il livello motivazionale e partecipativo.

Nella stessa direzione muove anche Jensen⁹, il quale ritiene che la dimensione ottimale del *Board* sia di 7/8 componenti, al di sopra del quale limite il Consiglio di Amministrazione tende a non funzionare più correttamente e

⁸ M. LIPTON, J. LORSH, *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, in «The Business Lawyer», vol. 48, n. 1, 1992, pp. 151-161.

⁹ M. JENSEN, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, in «Journal of Finance», vol. 48, n. 1, 1993, pp. 831-880.

fa sì che il CEO potrebbe prendere il sopravvento.

Hermalin e Weisbach (1991)¹⁰ sostengono, inoltre, che un *Board* più ampio pregiudichi la performance d'impresa e un aumento delle dimensioni del *Board* porti ad un'amplificazione del problema di agenzia e renda i Consigli stessi meno efficaci fino a trasformarli in veri e propri organi senza alcun collegamento con il processo manageriale.

Yermack (1996)¹¹ ha invece testato l'effetto della dimensione del Consiglio di Amministrazione sulla performance aziendale, misurata attraverso la Q di Tobin. L'ipotesi alla base di tale lavoro è che la dimensione del *Board* rappresenti un'importante determinante della *performance* delle imprese. Yermack, analizzando un campione d'impresе americane, ha evidenziato una relazione inversa tra dimensione del *Board* e valore di impresa. Analoghi risultati sono evidenziati usando quale misura della performance aziendale il ROA negli studi di Eisenberg-Sundgren-Wells (1998)¹², con riferimento alle piccole imprese non quotate finlandesi, e da Bhagat-Black (2002)¹³, con riferimento alle imprese americane.

Altri studi, come quello di Conyon-Peck (1998)¹⁴, hanno preso come indicatore di performance aziendale il ROE ed hanno evidenziato l'esistenza di una correlazione negativa tra ROE e dimensione del *Board*. Anche studi più recenti come quelli di Postma-Van Ees-Sterken (2003)¹⁵ e De Andres-Lopez (2007)¹⁶ confermano l'ipotesi di correlazione inversa tra *Board size* e performance aziendale.

Molti studi empirici hanno dunque rilevato una relazione inversa, sorprendentemente robusta, tra la dimensione del Consiglio di Amministrazione e il valore dell'impresa.

Nonostante la maggior parte dei lavori si muovano verso questa direzione,

¹⁰ B.E. HERMALIN, M.S. WEISBACH, *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, in «Financial Management», vol. 7, n. 8, 1992, pp. 101-112.

¹¹ D. YERMACK, *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, in «Journal of Financial Economics», vol. 40, n. 2, 1996, pp.195-202.

¹² T. EISENBERG, S. SUNDGREN, M.T. WELLS, *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*, in «Journal of Financial Economics», vol. 48, 1998, pp. 35-54.

¹³ S. BAGHAT, B. BLACK, *The Non Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, in «The Journal of Corporation Law», vol. 27, n. 2, 2002, pp. 231-273.

¹⁴ M.J. CONYON, S.I. PECK, *Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries*, in «European Journal of Finance», vol. 4, n. 3, 1998, pp. 291-304.

¹⁵ T.J. POSTMA, H. VAN EES, *Board Characteristics and Corporate Performance in the Netherlands*, in «Eastern Economic Journal», vol. 29, n. 1, 2003, pp. 41-58.

¹⁶ A.P. DE ANDRES, V. AZAFORA, F. LOPEZ, *Corporate Board in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness*, in «Corporate governance: An International Review», vol. 13, n. 2, 2005, pp. 197-210.

non mancano autori che sostengono, invece, come la crescente dimensione del *Board* possa essere benefica, nella misura in cui si accrescano le abilità e le risorse disponibili per l'organizzazione. Forbes-Milliken (1999)¹⁷, Goodstein-Gautam-Boeker (1994)¹⁸, Zhara-Pearce (1989)¹⁹ e Ocasio (1994)²⁰, sono dell'idea che un maggior numero di amministratori nei *Board* sia in grado di apportare capacità e competenze che invece il singolo da solo non sarebbe in grado di apportare. Nei Consigli di grandi dimensioni, dunque, sarebbe più facile sviluppare nuove prospettive strategiche e garantire un più efficace controllo sul *management*, incrementando quindi la capacità di monitoraggio.

Daily-Dalton-Ellstrand (1999)²¹, infine, confermano l'idea di correlazione positiva tra dimensione del *Board* e misure contabili di performance (ROA, ROE, ROS) attraverso lo sviluppo di una meta-analisi, soprattutto con riferimento alle piccole imprese.

2.3.2 *Gli studi sulla relazione tra composizione del Consiglio di Amministrazione e performance aziendale*

La sola analisi della dimensione del *Board* non consente di cogliere alcune determinanti riguardanti le dinamiche interne che caratterizzano il funzionamento del Consiglio. La rappresentanza degli interessi degli azionisti e degli altri *stakeholders*, così come la distribuzione dei poteri di forza e gli equilibri interni, possono essere indagati solo valutando alcuni profili di composizione del Consiglio stesso. Da questo punto di vista, un fattore fondamentale è rappresentato dalla tipologia di consiglieri rappresentati nel *Board*: consiglieri esterni o indipendenti, consiglieri esecutivi e consiglieri non esecutivi.

Il filone di studi che si focalizza su questo aspetto nasce, nell'ottica della teoria dell'agenzia, dall'ipotesi che i Consigli di Amministrazione composti in maggioranza da amministratori indipendenti siano più efficaci

¹⁷ D.P. FORBES, F. MILLIKEN, *Cognition and Corporate Governance Understanding Boards of Directors and Strategic Decision Making Group*, in «Academy of Management Review», vol. 3, 1999, pp. 489-505.

¹⁸ J. GOODSTEIN, K. GAUTAM, *The Effect of Board Size and Diversity on Strategic Change*, in «Strategic Management Journal», vol. 15, n. 3, 1994, pp. 241-250.

¹⁹ S. ZAHRA, J. PEARCE, *Boards of Directors and Corporate Financial Performance: a Review and Integrative Model*, in «Journal of Management», vol. 15, n. 2, 1989, pp. 291-334.

²⁰ W. OCASIO, *Political Dynamics and the Circulation of Power: CEO Succession in U.S. Industrial Corporations, 1960-1990*, in «Administrative Scienze Quarterly», vol. 39, n. 2, 1994, pp. 285-312.

²¹ D.R. DALTON *et al.*, *Number of Directors and Financial Performance: a Meta-Analysis*, in «Academy of Management Journal», vol. 42, n. 6, 1999, pp. 674-686.

nel monitorare le azioni dei dirigenti. Tali studi prendono avvio nel 1980 quando Eugene Fama afferma che, sebbene gli amministratori esecutivi siano indispensabili all'interno di una struttura aziendale per le loro competenze ed esperienze, un Consiglio di Amministrazione composto da soli amministratori esecutivi non può funzionare correttamente non essendo in grado di monitorare se stesso. La presenza di amministratori non esecutivi, a cui attribuire il compito di monitorare l'azione degli esecutivi, avrebbe potuto, secondo Fama, risolvere tale problema²² (si veda Fama, 1980).

Studiosi come Weisbach evidenziano, infatti, come la probabilità che il CdA rimuova l'Amministratore delegato per scarsa performance è maggiore quando il CdA è composto in maggioranza da amministratori indipendenti²³.

Molti studi hanno tentato di valutare il contributo fornito dai consiglieri indipendenti, la cui presenza è stimolata dalle normative di molti paesi e, con forza maggiore, dai codici di autodisciplina delle società quotate e dalle *best practice*. Dal punto di vista empirico, Baysinger e Butler (1985)²⁴ rilevano la presenza di migliori performance nelle imprese in cui il *Board* include un numero più elevato di consiglieri indipendenti.

Anche l'analisi di Klein (1998)²⁵ dimostra, attraverso lo studio di un campione di imprese statunitensi, l'esistenza di una correlazione positiva tra elevata indipendenza del *Board* e migliori performance, facendo ricorso a misure di performance contabili e di mercato. Analoghi risultati sono stati ottenuti da Hermalin, usando, però, quale misura di performance la Q di Tobin.

El Mir e Seboui (2008)²⁶, analizzando un campione di imprese americane, hanno evidenziato come l'indipendenza degli amministratori abbia un effetto positivo sulla performance aziendale, misurata attraverso l'EVA, in quanto svolge una vera e propria funzione di garanzia, apportando indipendenza nel controllo dei *manager* e pressione ad una maggiore formalizzazione delle decisioni.

Altri studi hanno rilevato che le imprese caratterizzate da un CdA

²² E. FAMA, *Agency Problem and the Theory of the Firm*, in «The Journal of Political Economy», vol. 88, n. 2, 1980, pp. 288-307.

²³ M. WEISBACH, *Outside Directors and CEO Turnover*, in «Journal of Financial Economics», vol. 20, nn. 1-2, 1988, pp. 431-460.

²⁴ R.D. BAYSINGER, H.N. BUTLER, *Corporate Governance and the Board of Director: Performance Effects of Change in Board Composition*, in «The Journal of Law, Economics-Organizations», vol. 1, n. 1, 1985, pp. 101-124.

²⁵ A. KLEIN, *Firm Performance and Board Committee Structure*, in «Journal of Law and Economics», vol. 41, n. 1, 1998, pp. 286-288.

²⁶ A. EL MIR, S. SEBOUI, *Corporate Governance and the Relationship Between EVA and Created Shareholder Value*, «Corporate Governance», vol. 8, n. 1, 2008, pp. 46-58.

indipendente effettuano un minor numero di acquisizioni che distruggono valore e, quando sono oggetto di un'acquisizione, agiscono con maggiore probabilità nell'interesse degli azionisti²⁷. Ryan e Wiggins (2004) mostrano, inoltre, che le imprese con un maggior numero di amministratori indipendenti nei loro CdA riconoscono agli amministratori un compenso maggiormente legato al capitale proprio, aumentando gli incentivi del CdA al controllo²⁸.

Nonostante i fatti indichino che l'indipendenza svolga un ruolo rilevante, altri studiosi non riescono ad individuare una connessione tra la composizione del Consiglio e la performance dell'impresa.

Contrariamente a quanto evidenziato, vi sono, infatti, studiosi come Baysinger-Hoskinsson (1990)²⁹, Baysinger-Kosnik-Turk (1991)³⁰ e Hill-Snell (1985)³¹ che definiscono gli amministratori non esecutivi come dei soggetti passivi non in grado di monitorare effettivamente il *management* (in quanto non hanno una piena visione della complessità aziendale, acquisiscono le informazioni direttamente dal *top management* e, essendo inseriti in genere in più Consigli di Amministrazione, dedicano poco tempo a questa attività). Autori come Agrawal-Knlober (1996)³² e Coles-McWilliams-Sen (2001)³³ evidenziano, infatti, come una maggiore percentuale di *outside directors* sia correlata negativamente con le performance aziendali, mentre un elevato numero di *inside directors* sia correlato positivamente con le performance stesse.

²⁷ J. BYRD, K. HICKMAN, *Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids*, in «Journal of Financial Economics», vol. 32, n. 2, 1992, pp. 195-297; J. COTTER, A. SHIVDASANI, M. ZENNER, *Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers?*, in «Journal of Financial Economics», vol. 43, n. 2, 1997, pp. 195-218.

²⁸ H. RYAN, R. WIGGINS, *Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring*, in «Journal of Financial Economics», vol. 73, n. 3, 2004, pp. 497-525.

²⁹ B.D. BASINGER, R.E. HOSKINSSON, *The Composition of Board of Directors and Strategy Control: Effect on Corporate Strategy*, in «Academy of Management Review», vol. 15, n. 1, 1990, pp. 72-87.

³⁰ B.D. BASINGER *et al.*, *Effects of Board Ownership Structure on Corporate R&D Strategy*, in «Academy of Management Journal», vol. 34, n. 1, 1991, pp. 205-214.

³¹ C.A. HILL, S.A. SNELL, *Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity*, in «Academy of Management Journal», vol. 32, n. 1, 1985, pp. 25-46.

³² A. AGRAWAL, C.R. KNOEBER, *Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problem Between Manager and Shareholders*, in «Journal of Financial and Quantitative Analysis», vol. 31, n. 3, 1996, pp. 377-397.

³³ J.W. COLES, V.B. MCWILLIAMS, *An Examination of the Relationship of Governance*, in «Journal of Management», vol. 27, n. 1, 2001, pp. 23-50.

Lungo questa direttrice si muovono anche John e Senbet (1998)³⁴, i quali affermano che gli *executive* facilitano la comunicazione tra CdA e *manager*.

Yermack (1996)³⁵, Daily e Dalton (1998)³⁶ rilevano, invece, una totale assenza di relazioni tra composizione del Consiglio di Amministrazione e performance, mentre De Andres-Azafora-Lopez (2005)³⁷, nel loro studio su 450 imprese di 10 paesi OECD, evidenziano una correlazione negativa poco significativa tra la composizione del *Board* (analizzato in termini di peso degli amministratori esterni quale espressione dell'indipendenza) e il valore aziendale. Adjaoud-Zegal-Andaleeb (2007)³⁸, infine, concentrandosi su un campione di 219 imprese canadesi, non individuano alcuna correlazione tra le caratteristiche del *Board* e le misure contabili di performance, mentre individuano una correlazione positiva con le misure di performance di mercato come l'EVA e il MVA.

I principali studi su questi due filoni e i relativi risultati sono riepilogati nella tabella sottostante (vedi Tab. 2).

Tab. 2 – Sintesi dei principali studi empirici sulla relazione tra dimensione e composizione del *Board* e performance

Autore	Anno	Campione di riferimento	Anno di riferimento	Focus	Misure di performance	Tipo di correlazione
Baysinger-Butler	1985	206 imprese US		<i>Outsider directors</i> e performance aziendale	ROE	Positiva
Hermalin-Weisbach	1988	142 imprese NYSE	1971-1983	<i>Outsider directors</i> e performance aziendale	Q di Tobin	Non significativa

³⁴ K. JOHN, L.W. SENBET, *Corporate Governance and Board Effectiveness*, in «Journal of Banking and Finance», vol. 22, n. 4, 1998, pp. 371-403.

³⁵ YERMAK, *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, cit., pp. 195-202.

³⁶ D.R. DALTON *et al.*, *Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance*, in «Strategic Management Journal», vol. 19, 1998, pp. 269-290.

³⁷ P. DE ANDRES, V. AZAFORA, F. LOPEZ, *Corporate Board in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness*, vol. 13, n. 2, 2005, pp. 197-210.

³⁸ F. ADJAOUD, D. ZEGHAL, S. ANDALEEB, *The Effect of Board's Quality on Performance: a Study of Canadian Firms*, in «Corporate Governance», vol. 15, n. 4, 2007, pp. 623-635.

Autore	Anno	Campione di riferimento	Anno di riferimento	Focus	Misure di performance	Tipo di correlazione
Weisbach	1988	367 imprese US	1974-1983	<i>Outsider directors</i> e performance aziendale	EBIT	Relazione curvilinea non forte
Hermalin-Weisbach	1991	134 imprese NYSE		<i>Outsider directors</i> e performance aziendale	Q di Tobin	Positiva
Yermack	1996	452 imprese US da Fortune 500	1984-1991	Dimensione del CdA e valore di mercato	Q di Tobin, ROA, ROS	Negativa
Yermack	1996	452 imprese US	1985-1991	<i>Outsider directors</i> e performance	Q di Tobin, ROA, ROS	Negativa con la Q di Tobin, Non significativa con le misure contabili
Agrawal-Knoeber	1996	383 imprese US	1987	<i>Outsider directors</i> e performance, <i>Insider directors</i> e performance	Q di tobin	Negativa per gli <i>outsider directors</i> e positiva per gli <i>insider directors</i>
Eisenberg-Sundgren-Wells	1998	785 imprese US in buona salute e 94 in fallimento	1992-1994	Dimensione del CdA e valore di mercato	ROA	Negativa
Conyon-Peck	1998	3600 imprese di diversi paesi europei	1990-1995	Dimensione del CdA e performance	ROE	Negativa
Klein	1998	1856 imprese US	1992-1993	<i>Outsider directors</i> e performance aziendale	ROA, MB	Positiva

Autore	Anno	Campione di riferimento	Anno di riferimento	Focus	Misure di performance	Tipo di correlazione
Barnhart-Rosenstein	1998	321 imprese US	1990	<i>Outsider directors</i> e performance	Q di Tobin	Relazione curvilinea non forte
Daily-Dalton	1999	Meta-analysis		Dimensione del CdA e performance aziendale	ROA, ROE, ROS	Positiva
Baghat-Black	1999	928 imprese US	1985-1991	Amministratori indipendenti e performance	Q di Tobin, ROA	Negativa
Coles, McWilliams, Sen	2001	144 imprese US	1974-1988	<i>Outsider director</i> e performance	MVA, EVA	Negativa
Bhagat-Black	2002	934 imprese US	1985-1995	Dimensione del CdA e performance aziendale	Q di Tobin, ROA	Non significativa
Postma-Van Eees-Sterken	2003	94 imprese quotate tedesche	1996	Dimensione del CdA e performance aziendale	MB	Negativa
De Andreas-Azafora-Lopez	2005	450 imprese in 10 paesi OECD	1996	Dimensione del CdA e performance aziendale	ROA	Negativa
De Andreas-Lopez	2005	450 imprese in 10 paesi europei-americani	1996	<i>Outsider director</i> e performance	ROA, vendite, MB, Q di Tobin	Negativa poco significativa
Adjaoud-Zeghal-Andaleeb	2007	219 imprese canadesi	2002	<i>Outside director</i> e performance	EVA, MVA, ROI, ROA, ROE	Positiva con le misure di mercato, negativa poco significativa con le misure contabili

Autore	Anno	Campione di riferimento	Anno di riferimento	Focus	Misure di performance	Tipo di correlazione
El Mir-Seboui	2008			Amministratori indipendenti e performance	EVA	Positiva

2.3.3 Gli studi sulla relazione tra governance e performance nel contesto italiano

Anche in Italia diversi studiosi si sono cimentati nell'analizzare la possibile relazione tra alcuni meccanismi di *governance* e la performance d'impresa. Gli studi che si riferiscono al contesto italiano sono meno numerosi rispetto a quelli incentrati sul contesto inglese ed americano, più recenti e sostanzialmente descrittivi.

Bianco-Casavola per primi hanno analizzato la relazione tra *governance* e performance. Dalla loro analisi, compiuta su un campione di 650 imprese manifatturiere, facendo ricorso a misure di performance contabili quali il ROI e il ROS, sottolineano relazioni non chiare e significative tra struttura proprietaria e performance aziendale.

Uno studio particolarmente interessante è, poi, quello di Mazzotta (2007)³⁹ che si incentra sulla relazione tra diversi meccanismi interni di *governance* e la performance aziendale, misurata in termini di ROE, ROA e *market value added*, evidenziando l'esistenza di una relazione positiva tra la presenza di amministratori indipendenti e il valore aziendale e una correlazione positiva tra la dimensione del *Board* e il valore aziendale stesso. Dalla medesima analisi emerge, inoltre, che le imprese caratterizzate da *CEO duality* presentano una correlazione negativa con il ROE. A completamento di tale ricerca è stato poi costruito, per le imprese analizzate, un indicatore sintetico di *governance* (IQC) che ha evidenziato l'esistenza di una correlazione positiva sia con le misure contabili di performance che con quelle di mercato.

Ciampaglia (2009)⁴⁰, infine, ha tentato di valutare se la presenza di amministratori indipendenti all'interno del Consiglio di Amministrazione possa incidere sulle performance aziendali, attraverso lo svolgimento di una analisi su un paniere di società quotate al Midex. Il risultato di tale ricerca, contrariamente a quanto riscontrato da Mazzotta, è il seguente:

³⁹ R. MAZZOTTA, *La corporate governance e le performance aziendali*, FrancoAngeli, Milano 2007.

⁴⁰ G.M. CIAMPAGLIA, *I consiglieri indipendenti nella governance d'impresa e le performance aziendali*, Edizioni Scientifiche italiane, Foggia 2009.

con un basso (1-2) o nullo numero di amministratori indipendenti si rilevano performance elevate in termini di ROA, mentre con un solo amministratore indipendente o un numero rilevante di amministratori indipendenti i redditi in termini di ROA risultano limitati.

Tab. 3 – Sintesi dei principali studi empirici sulla relazione *governance*-performance in Italia

Autore	Anno	Campione di riferimento	Anno di riferimento	Focus	Tipo di correlazione
Bianco-Casavola	1999	650 imprese manifatturiere con almeno 50 addetti	1996	<i>Governance</i> e performance	Non chiare e significative relazioni
Brunello-Graziano-Parigi	2000	72 imprese quotate	1988-1996	<i>Turnover</i> e performance	Relazione negativa tra <i>turnover</i> degli AD e performance aziendale
Mazzotta	2007	254 imprese quotate al MTA	2003-2005	<i>Governance</i> e performance	Relazione positiva <i>Bsize</i> -performance, relazione positiva <i>AI</i> -performance, relazione negativa <i>duality</i> -performance, relazione positiva <i>IQG</i> -performance
Ciampaglia	2009	Società quotate al Midex	2009	Amministratori indipendenti e performance	Con un numero nullo o basso di AI si rilevano performance più elevate

2.4 La relazione tra *governance* e performance: un'analisi empirica

2.4.1 La metodologia della ricerca e le fonti di informazione

Il presente lavoro è stato sviluppato e articolato mediante le seguenti linee di approfondimento:

1. analisi del quadro di riferimento normativo italiano concernente la *governance* delle società quotate italiane;
2. analisi bibliografica volta ad esaminare i risultati delle principali ricerche empiriche sulla *corporate governance* a livello internazionale e nel nostro paese;
3. verifica empirica della relazione tra *governance* aziendale, in termini di singolo meccanismo di *governance*, e performance.

Le prime due linee di approfondimento sono state ampiamente trattate in precedenza.

Si entra nel profondo della ricerca empirica andando ad analizzare la relazione tra singoli meccanismi di *governance* e le performance aziendali. I fattori a cui si fa riferimento riguardano la dimensione e la composizione del Consiglio di Amministrazione, e il funzionamento dei Comitati istituiti in seno al Consiglio stesso. È quindi possibile individuare tre precise ipotesi da testare:

1. la dimensione del Consiglio di Amministrazione è negativamente correlata con le performance aziendali;
2. la composizione del Consiglio di Amministrazione, espresso in termini di incidenza di amministratori esterni ed in particolar modo indipendenti, è correlata positivamente con le performance aziendali;
3. il funzionamento dei Comitati interni al Consiglio di Amministrazione è correlato positivamente con le performance aziendali.

La presente verifica empirica si muove sulla scia dell'analisi effettuata da Romilda Mazzotta, docente di Ragioneria e di Analisi di bilancio presso l'Università della Calabria, nel suo libro *La corporate governance e le performance aziendali*. L'analisi della Prof.ssa Mazzotta si riferisce al triennio 2003-2005 e l'obiettivo della ricerca empirica è quello di replicare tale lavoro, per verificare se i risultati allora ottenuti possano essere confermati, o meno, alla luce delle caratteristiche della *corporate governance* e delle performance delle imprese analizzate nel triennio 2008-2010.

Per raggiungere questo fine sono state analizzate le scelte di *governance*, in termini di dimensione e composizione del Consiglio di Amministrazione, delle società quotate al Mercato Telematico Azionario (MTA) al 31.12.2011, appartenenti al settore industriale e dei servizi⁴¹.

⁴¹ Con le esclusioni relative alle imprese appartenenti al settore finanziario e alle imprese per le quali non è stato possibile ottenere tutte le informazioni utili ai fini dell'analisi. La lista delle imprese analizzate è consultabile in Tab. 4. In particolare sono state analizzate le imprese appartenenti ai seguenti sotto-settori: Industria, Petrolio e Gas naturale, Chimica e Materie Prime, Beni di Consumo, Salute, Servizi al Consumo, Telecomunicazioni, Servizi Pubblici, Tecnologia.

Le informazioni sulla dimensione e la composizione del Consiglio di Amministrazione, nonché, sull'istituzione di Comitati interni al Consiglio stesso, sono state reperite nelle relazioni sul governo societario delle imprese analizzate.

Le misure di performance utilizzate nell'analisi empirica sono le tradizionali misure contabili ROE e ROA e sono state reperite dalla banca dati AIDA. Tutte queste informazioni sono state poi raccolte e inserite in una base dati appositamente costruita⁴².

Dal punto di vista metodologico, al fine di valutare l'intensità della relazione tra i singoli meccanismi di *governance* e le misure contabili di performance, ci si è avvalsi dell'analisi della correlazione, attraverso l'utilizzo del programma Microsoft Excel.

2.4.2 Risultati

2.4.2.1 La dimensione del Consiglio di Amministrazione è correlata negativamente con le performance aziendali

Dall'analisi effettuata sulla dimensione del *Board* delle 144 imprese esaminate è possibile osservare come la dimensione sia correlata in particolare con il ROE (Bsize-ROE10 $r = 0,136$; Bsize-ROE09 $r = 0,143$; Bsize-ROE08 $r = 0,134$) e con la media ROE (Bsize-ROE 08-10 $r = 0,138$). Tale correlazione, seppur particolarmente debole, risulta essere positiva e costante nei tre anni osservati. Non è dunque confermata l'ipotesi di partenza.

Per quanto riguarda la relazione con il ROA, questa risulta essere più debole rispetto a quella con il ROE (Bsize-ROA10 $r = -0,029$; Bsize-ROA09 $r = 0,113$; Bsize-ROA08 $r = 0,066$).

Confrontando tali risultati con quelli ottenuti nel triennio 2003-2005 dall'analisi effettuata dalla Prof.ssa Mazzotta, è possibile riscontrare che la relazione tra la dimensione del Consiglio di Amministrazione e le misure contabili di performance risulta essere maggiore con il ROE rispetto a quella con il ROA. Questa relazione, inoltre, risulta essere inferiore rispetto al triennio 03-05 sia per il ROE che per il ROA.

Anche dai risultati ottenuti nella precedente analisi è possibile evidenziare sempre una relazione positiva della dimensione con il ROE e con la media ROE (Bsize-ROE05 $r = 0,21$ e Bsize-ROE 03-05 $r = 0,234$). In generale, dunque, l'ipotesi di partenza non risulta essere confermata. Questo può, tuttavia, essere giustificato dal fatto che i Consigli di Amministrazione

⁴² Si veda Tab. 4.

delle imprese italiane non hanno dimensioni esagerate. La dimensione media dei *Board* analizzati risulta, infatti, essere di 10 componenti.

Dal proseguo dell'analisi, separando le imprese appartenenti al settore industriale da quelle appartenenti al settore dei servizi, è possibile osservare come le relazioni Bsize-ROE e Bsize-ROA sono più elevate per il settore industriale rispetto a quello dei servizi. Nel settore industriale, inoltre, la relazione Bsize-ROE è più forte di quella Bsize-ROA⁴³.

2.4.2.2 La composizione del Consiglio di Amministrazione è correlata positivamente con le performance aziendali

Per quanto riguarda la composizione del Consiglio di Amministrazione, espresso in termini di percentuale di amministratori indipendenti presenti nei *Board*, risulta essere presente una correlazione debolmente positiva con il ROA (PAI-ROA10 $r = 0,133$; PAI-ROA09 $r = 0,142$; PAI-ROE08 $r = 0,042$). L'incidenza di amministratori indipendenti è correlata positivamente anche con il ROE, ma tale correlazione risulta essere più debole della precedente (PAI-ROE10 $r = 0,095$; PAI-ROE08 $r = 0,074$) ad eccezione dell'anno 2009, dove le due variabili risultano essere correlate in misura maggiore (PAI-ROE09 $r = 0,125$).

È possibile inoltre riscontrare, scendendo maggiormente nel dettaglio, una crescita della relazione positiva PAI-ROA dal 2008 al biennio 2009-2010, mentre la relazione positiva PAI-ROE risulta, invece, essere variabile.

Se, invece, si prende come riferimento il numero di amministratori indipendenti presenti nei *Board* si riscontra una correlazione positiva e costante nel triennio analizzato in particolare con il ROE (AI-ROE10 $r = 0,141$; AI-ROE09 $r = 0,162$; AI-ROE08 $r = 0,121$).

Dal proseguo dell'analisi emerge, inoltre, che l'incidenza di amministratori esecutivi è correlata positivamente con le misure contabili di performance ed in particolare con il ROA (PAE-ROA10 $r = 0,132$; PAE-ROA09 $r = 0,139$; PAE-ROA08 $r = 0,255$), mentre la relazione con il ROE subisce un calo netto nel corso del triennio (PAE-ROE10 $r = 0,076$; PAE-ROE09 $r = 0,112$; PAE-ROE08 $r = 0,19$).

Per concludere l'analisi, dal confronto con i risultati ottenuti nel triennio 2003-2005 si può osservare, innanzitutto, una crescita, seppur lieve, della relazione PAI-ROE e PAI-ROA. La relazione AI-ROE risulta invece essere costante negli anni. Per quanto riguarda, infine, la relazione tra misure contabili di performance e percentuale di amministratori esecutivi

⁴³ I risultati ottenuti sono riepilogati nelle matrici di correlazione in Tab. 5.

presente nei *Board*, rimane stabile la relazione PAE-ROE, mentre cresce di poco la relazione PAE-ROA⁴⁴.

2.4.2.3 L'istituzione dei comitati interni al Consiglio di Amministrazione è correlata positivamente con le performance aziendali

Prendendo come riferimento l'istituzione dei Comitati interni al Consiglio di Amministrazione, dall'analisi effettuata è possibile osservare che il ROE mediano delle aziende che hanno istituito il Comitato Remunerazione e il Comitato per il Controllo Interno è pari al 6,82% contro il 3,83% delle aziende che non li hanno istituiti. Lo stesso discorso può farsi con riferimento al ROA (il 4,48% contro il 4,28%). Analogo risultato era stato individuato nell'analisi effettuata per il 2005 dove il ROE mediano delle aziende che avevano istituito il Comitato Remunerazione e il Comitato per il Controllo Interno era dell'11,25% contro il 7,075% delle aziende che non li avevano istituiti, mentre il ROA era del 2,735% contro l'1,07% delle aziende che non avevano istituito tali Comitati.

2.4.3 Conclusioni

Negli ultimi anni con l'evolversi delle situazioni economiche dei paesi industrializzati e con il susseguirsi di situazioni di mal governo aziendale, di crisi economiche e di clamorosi scandali, con chiare e diffuse ripercussioni sugli *stakeholders*, il concetto di *corporate governance* si è modificato e l'attenzione rivolta alla stessa è divenuta sempre maggiore.

L'obiettivo che ci si è posti di raggiungere con la realizzazione di questo elaborato è stato quello di dimostrare se una *good governance* possa condurre, almeno tendenzialmente, verso migliori performance aziendali.

Il concetto di *governance*, come si è visto, può assumere diverse connotazioni, spesso strettamente dipendenti dal contesto storico, sociale ed economico. L'esistenza, infatti, di diversi fattori di carattere politico, economico, sociale, culturale, legislativo, porta alla differenziazione del concetto di *corporate governance* a seconda del paese che viene analizzato.

Si è quindi effettuata un'analisi empirica con riferimento alle società quotate al Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana SpA, appartenenti al settore industriale e al settore servizi. Questa analisi, che rappresenta il cuore dell'elaborato, permette di ampliare le conoscenze sulle interrelazioni tra *governance* e performance con riferimento al contesto

⁴⁴ I risultati ottenuti sono riepilogati nelle matrici di correlazione in [Tab. 5](#).

italiano. Per realizzare tale obiettivo sono state analizzate dapprima le relazioni esistenti tra la dimensione e la composizione del Consiglio di Amministrazione, quali meccanismi di *governance*, e le misure contabili di performance aziendale. A completamento di tale analisi, è stata, infine, verificata la relazione esistente tra il funzionamento dei Comitati interni al CdA e le performance aziendali.

Nonostante la consapevolezza che l'adozione dei principi di *buona governance* non vadano ad incidere sulla creazione di valore nel breve periodo, in quanto questi devono essere letteralmente 'impiantati' all'interno dell'azienda e non esplicano i propri effetti se non trasformandosi in veri e propri comportamenti che richiedono un lungo periodo di tempo per essere percepiti dalla comunità finanziaria, le conclusioni cui si giunge dall'analisi effettuata risultano essere interessanti.

A differenza delle evidenze riscontrate nell'analisi bibliografica svolta (diversi sono, infatti, gli studi empirici che hanno dimostrato l'esistenza di una correlazione positiva *governance*-performance), e a differenza di quanto contenuto nei codici di autodisciplina (i quali suggeriscono, ad esempio, di incrementare il numero di consiglieri esterni indipendenti al fine di favorire una corretta *corporate governance* e le performance aziendali), i risultati ottenuti dall'analisi empirica svolta supportano in maniera debole l'ipotesi di fondo di una correlazione tra le variabili di *governance* analizzate e le misure contabili di performance.

Risulta essere opportuno, però, fare alcune precisazioni utili a condurre ad una corretta interpretazione dei risultati conseguiti. In primo luogo, si deve considerare che le performance aziendali sono influenzate da numerose variabili interne ed esterne all'impresa, tra cui anche le caratteristiche del Consiglio di Amministrazione e, di conseguenza, qualsiasi tentativo di identificare una forte correlazione tra questa variabile e la performance rischia di fornire risultati poco significativi. In altre parole le buone scelte di *governance* sono una condizione importante ma non sufficiente per conseguire performance superiori a quelle dei concorrenti.

In secondo luogo, con riferimento agli amministratori indipendenti, bisogna evidenziare come molte imprese considerano indipendenti consiglieri di amministrazione che non hanno tali caratteristiche, perché ad esempio hanno una forte relazione personale con l'Amministratore delegato o con alcuni azionisti di riferimento dell'impresa. 'L'indipendenza di giudizio' è un atteggiamento richiesto a tutti gli amministratori⁴⁵, anche

⁴⁵ Il Codice Preda recita, infatti: «l'indipendenza di giudizio è un requisito delle decisioni di tutti gli amministratori, siano essi esecutivi o non esecutivi, e siano, o meno, questi ultimi indipendenti».

a prescindere dai requisiti formali che permettono di acquisire la qualifica di amministratore indipendente in base alle norme di legge ed ai codici di comportamento. Al possesso di tali requisiti formali, non sempre corrisponde un'effettiva indipendenza; l'indipendenza è, infatti, un requisito soggettivo, che riguarda essenzialmente lo stato mentale ed il profilo etico dell'amministratore.

Questi sono i motivi principali che fanno sì che i risultati ottenuti dall'analisi empirica effettuata all'interno di questo lavoro debbano essere letti con estrema cura ed attenzione.

In aggiunta, l'analisi effettuata potrebbe essere resa più completa, ad esempio, attraverso:

- l'introduzione di misure di performance di mercato, al fine di valutare possibili differenze nei risultati rispetto all'utilizzo di misure contabili quali il ROA e il ROE;
- lo svolgimento dell'analisi stessa in contesti diversi da quello italiano, al fine di evidenziare se i risultati ottenuti dipendano strettamente da caratteristiche proprie del nostro paese o meno;
- la realizzazione di una analisi di regressione multivariata, al fine di verificare se tra variabili di mercato e contabili (le variabili dipendenti) e variabili di *governance* (le variabili esplicative) esista una relazione causa-effetto.

La verifica delle interrelazioni tra la *corporate governance* e la performance aziendale, a parere di chi scrive, risulta essere un filone di studio di particolare interesse che presenta inoltre notevoli prospettive di sviluppo. I grandi stimoli derivanti dalla non univocità dei risultati empirici ottenuti nel corso degli anni e dal crescente interesse di studiosi, investitori, imprenditori e *manager*, porteranno, senza ombra di dubbio, a futuri approfondimenti della tematica in esame.

Tab. 4

SOCIETÀ	Tipo	Roe10(%)	Roe09(%)	Roe08(%)	Rea10(%)	Rea09(%)	Rea08(%)	bsize10	bsize09	bsize08	PAI10(%)	PAI09(%)	PAI08(%)	PAE10(%)	PAE09(%)	PAE08(%)	PANE10(%)	PANE09(%)	PANE08(%)
Aeffe	I	-9,16	-13,95	4,48	-3,4	-6,89	5,14	7	7	7	28,6	28,6	28,6	57,1	57,1	57,1	42,9	42,9	42,9
Ansaldo sts	I	24,88	29,12	32,5	8,46	9,1	10,38	9	9	9	55,6	55,6	55,6	22,2	33,3	33,3	77,8	66,7	66,7
Antichi pellettieri	I	-66,69	-95,45	15,41	-1,86	-28,91	9	9	8	8	55,6	25,0	25,0	33,3	25,0	25,0	66,7	75,0	75,0
Astaldi	I	14,33	14,01	12,71	6,05	5,63	5,65	13	13	13	46,2	38,5	38,5	30,8	38,5	38,5	69,2	61,5	61,5

SOCIETÀ	Tipo	Roe10(%)	Roe09(%)	Roe08(%)	Roa10(%)	Roa09(%)	Roa08(%)	bsize10	bsize09	bsize08	PAI10(%)	PAI09(%)	PAI08(%)	PAE10(%)	PAE09(%)	PAE08(%)	PANE10(%)	PANE09(%)	PANE08(%)
Atlantia	I	19,54	16,04	18,57	4,7	8,42	9,13	15	15	14	33,3	40,0	35,7	13,3	13,3	14,3	86,7	86,7	85,7
Autostrade merid	I	10,25	12,26	5,13	6,75	7,88	4,17	7	7	7	57,1	57,1	71,4	14,3	14,3	14,3	85,7	85,7	85,7
Autostrade TO-MI	I	10,32	9,41	5,4	6,52	6,7	6,11	15	13	13	46,7	53,8	53,8	40,0	30,8	38,5	60,0	69,2	61,5
B&C Speakers	I	24,57	16,25	29,36	22,98	18,43	32,92	6	5	5	33,3	20,0	20,0	50,0	60,0	60,0	50,0	40,0	40,0
Basic net	I	10,6	20,28	21,52	7,52	13,33	13,91	9	8	8	22,2	25,0	25,0	44,4	50,0	50,0	55,6	50,0	50,0
Beghelli	I	6,76	5,63	6,44	3,82	2,07	4,86	9	9	9	33,3	33,3	33,3	55,6	55,6	55,6	44,4	44,4	44,4
Benetton group	I	6,86	8,1	11,29	6,03	7,28	7,91	12	11	11	33,3	36,4	36,4	33,3	27,3	27,3	66,7	72,7	72,7
Biancamano	I	6,94	8,36	8,6	4,41	1,97	4	7	7	7	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	71,4	71,4	71,4
Biesse	I	-4,68	-21,44	12,88	0	-11	9,97	7	8	7	42,9	37,5	42,9	57,1	62,5	57,1	42,9	37,5	42,9
Bonifiche ferraresi	I	0,79	-0,18	3,88	0,87	-0,03	2,36	7	7	7	85,7	85,7	85,7	14,3	14,3	14,3	85,7	85,7	85,7
Brembo	I	23,57	3,27	12,45	10,45	2,65	7,83	11	10	11	54,5	60,0	54,5	27,3	30,0	36,4	72,7	70,0	63,6
Buzzi unicem	I	-1,48	6,32	17,4	0,01	5,33	11,72	13	13	13	30,8	30,8	30,8	46,2	46,2	46,2	53,8	53,8	53,8
Campari	I	12,51	13,14	13,27	10,28	10,08	11,04	9	9	9	33,3	33,3	44,4	44,4	44,4	44,4	55,6	55,6	55,6
Carraro	I	-12,21	-55,38	7,42	1,94	-7,47	4,33	10	10	9	50,0	50,0	33,3	30,0	30,0	44,4	70,0	70,0	55,6
Cembre	I	13,23	9,06	15,19	15,56	10,79	16,6	7	8	8	28,6	25,0	25,0	42,9	50,0	50,0	57,1	50,0	50,0
Cementir Holding	I	1,52	3,22	7,07	0,77	2,87	7,12	15	15	15	33,3	33,3	26,7	26,7	26,7	26,7	73,3	73,3	73,3
Centrale latte TO	I	2,4	1,61	-3,39	2,67	3,13	0,73	10	10	9	30,0	30,0	33,3	30,0	30,0	22,2	70,0	70,0	77,8
Cobra	I	-39,54	-51,09	-12,47	-6,03	-9,77	-1,08	9	9	8	33,3	33,3	37,5	44,4	44,4	50,0	55,6	55,6	50,0
Cofide	I	4,61	7,7	8,05	2,23	1,5	3,7	15	14	13	46,7	42,9	46,2	6,7	7,1	15,4	93,3	92,9	84,6
Cogeme set	I	-3,16	3,13	2,43	1,61	3,88	4,32	7	7	5	42,9	42,9	80,0	57,1	42,9	20,0	42,9	57,1	80,0
Crespi	I	-32,84	-46,76	-23,78	-0,75	-3,45	-2,37	7	8	7	42,9	50,0	57,1	14,3	12,5	42,9	85,7	87,5	57,1
CSP international	I	9,98	10,63	10,93	6,03	5,84	4,27	5	5	7	20,0	20,0	14,3	60,0	60,0	71,4	40,0	40,0	28,6
Datalogic	I	12,86	-10,42	13,14	7,57	0,55	7,29	10	11	13	30,0	27,3	23,1	10,0	18,2	15,4	90,0	81,8	84,6
De longhi	I	11,85	4,76	6,1	9,58	6,54	7,26	10	9	9	30,0	33,3	33,3	20,0	22,2	22,2	80,0	77,8	77,8
Digital bros	I	-0,77	-19,82	10,86	2,88	-2,08	9,96	8	8	8	25,0	25,0	37,5	37,5	37,5	37,5	62,5	62,5	62,5
ELEn.	I	0,25	-10,03	7,86	2,15	-5,58	8,15	8	8	8	25,0	25,0	25,0	37,5	37,5	37,5	62,5	62,5	62,5
Elica	I	4	0,63	3,4	3,18	0,25	0,83	7	7	7	42,9	42,9	42,9	42,9	42,9	42,9	57,1	57,1	57,1
Emak	I	10,19	9,01	14,95	7,79	7,15	10,42	13	13	13	23,1	23,1	23,1	30,8	38,5	38,5	69,2	61,5	61,5

SOCIETÀ	Tipo	Roe10(%)	Roe09(%)	Roe08(%)	Roa10(%)	Roa09(%)	Roa08(%)	bsize10	bsize09	bsize08	PAI10(%)	PAI09(%)	PAI08(%)	PAE10(%)	PAE09(%)	PAE08(%)	PANE10(%)	PANE09(%)	PANE08(%)
Eni	I	13,25	10,62	19,7	12,02	10,26	15,99	9	9	9	77,8	77,8	77,8	11,1	11,1	11,1	88,9	88,9	88,9
Erg	I	2,29	2,32	32,06	0,01	1,14	-4,41	12	12	13	33,3	33,3	30,8	58,3	58,3	46,2	41,7	41,7	53,8
Fiat	I	4,82	-7,63	16,62	-2,55	1,11	6,74	15	15	15	53,3	53,3	53,3	20,0	20,0	20,0	80,0	80,0	80,0
Fidia	I	6,78	-0,66	-16,84	3,68	0,31	-1,8	5	5	5	60,0	60,0	40,0	40,0	40,0	60,0	60,0	60,0	40,0
Fiera Milano	I	3,23	-5,85	5,89	0,6	-6,41	-0,7	9	9	9	66,7	66,7	44,4	11,1	11,1	11,1	88,9	88,9	88,9
Finmeccanica	I	7,85	10,96	10,13	3,96	4,57	4,04	12	12	12	83,3	83,3	83,3	8,3	8,3	8,3	91,7	91,7	91,7
Gefran	I	13,44	-16,9	6,79	10,13	-7,77	4,99	9	9	9	33,3	33,3	33,3	44,4	44,4	44,4	55,6	55,6	55,6
Gemina	I	-2,36	-2,32	-1,91	1,69	1,6	1,38	13	11	11	46,2	45,5	36,4	15,4	9,1	9,1	84,6	90,9	90,9
Geox	I	13,61	15,56	27,51	15,06	20,14	25,95	9	9	9	55,6	66,7	66,7	44,4	33,3	33,3	55,6	66,7	66,7
Ima	I	15,05	28,81	34,26	7,22	13,24	12,14	12	12	11	25,0	25,0	27,3	16,7	16,7	18,2	83,3	83,3	81,8
Immsi	I	3,48	4,86	4,28	4,06	3,71	3,51	9	9	10	33,3	44,4	40,0	22,2	33,3	30,0	77,8	66,7	70,0
Indesit company	I	15,66	7,16	13,25	8,23	5,79	6,11	11	13	13	81,8	76,9	76,9	18,2	23,1	23,1	81,8	76,9	76,9
Irce	I	7,55	-11,71	3,8	7	1,41	0,1	5	5	5	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	60,0	60,0	60,0
Isagro	I	-5,52	0,87	0,13	2,46	-0,64	4,65	10	10	9	30,0	30,0	33,3	30,0	40,0	44,4	70,0	60,0	55,6
Italcementi	I	3,95	4,59	5,9	3,55	4,67	6,36	21	18	18	57,1	55,6	55,6	14,3	22,2	22,2	85,7	77,8	77,8
Italmobiliare	I	3,17	4,93	2,04	3,13	4,4	5,67	12	12	12	33,3	33,3	33,3	16,7	16,7	16,7	83,3	83,3	83,3
Kme group	I	-3,9	-5,54	-14,85	1,73	-0,03	-1,39	12	12	12	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	66,7	66,7	66,7
La doria	I	11,37	17,76	5,61	8,53	11,37	5,36	7	7	7	57,1	57,1	42,9	42,9	42,9	42,9	57,1	57,1	57,1
Landi Renzo	I	13,16	15,77	21,37	9,63	9,74	15,76	7	7	6	28,6	28,6	33,3	28,6	42,9	33,3	71,4	57,1	66,7
Luxottica group	I	12,46	11,07	15,82	8,85	7,81	9,4	15	15	14	46,7	46,7	42,9	26,7	26,7	28,6	73,3	73,3	71,4
Maire tecnimont	I	14,77	21,96	37,09	3,63	5,04	7,18	9	9	9	22,2	22,2	22,2	33,3	33,3	33,3	66,7	66,7	66,7
Marcolin	I	23,67	12,32	12,23	13,57	5,36	8,4	13	13	12	23,1	23,1	25,0	30,8	30,8	33,3	69,2	69,2	66,7
Nice	I	17,26	18	23,49	16,32	18,74	26,65	11	11	10	27,3	27,3	30,0	72,7	72,7	70,0	27,3	27,3	30,0
Parmalat	I	8,07	16,01	23,77	7,15	14,51	16,91	11	11	11	81,8	81,8	81,8	18,2	18,2	18,2	81,8	81,8	81,8
Piaggio	I	10,7	11,19	10,88	7,04	6,67	6,75	11	11	11	36,4	36,4	36,4	9,1	9,1	9,1	90,9	90,9	90,9
Pirelli&C	I	0,21	-0,91	-17,37	7,26	4,41	0,62	19	20	20	52,6	55,0	55,0	10,5	15,0	15,0	89,5	85,0	85,0
Poltrona Frau	I	1,05	-11,24	-11,98	3,56	1,5	4,89	11	11	11	27,3	27,3	27,3	9,1	9,1	9,1	90,9	90,9	90,9
Pramac	I	-51,25	-52,11	1,51	-0,13	-3,1	3,66	5	5	5	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	80,0	80,0	80,0
Prima industrie	I	-7,82	-13,38	7,29	0,1	-1,11	5,72	7	7	7	28,6	28,6	28,6	42,9	42,9	42,9	57,1	57,1	57,1
Rdb	I	-6,24	-13,81	-5,42	-0,79	-2,41	-1,18	18	16	16	22,2	25,0	25,0	11,1	12,5	12,5	88,9	87,5	87,5

SOCIETÀ	Tipo	Roe10(%)	Roe09(%)	Roe08(%)	Roa10(%)	Roa09(%)	Roa08(%)	bsize10	bsize09	bsize08	PAI10(%)	PAI09(%)	PAI08(%)	PAE10(%)	PAE09(%)	PAE08(%)	PANE10(%)	PANE09(%)	PANE08(%)
Reno de medici	I	1,3	-4,26	-13,22	2,56	0,82	-2,37	10	11	11	30,0	27,3	27,3	30,0	27,3	18,2	70,0	72,7	81,8
Richard-Ginori 1975	I	-87,74	-136,98	-53,65	-12,42	-19,86	-11,57	6	7	7	16,7	14,3	14,3	33,3	28,6	28,6	66,7	71,4	71,4
Sabaf	I	13,84	10,61	14,92	14,17	9,36	11,55	11	11	11	54,5	54,5	54,5	45,5	45,5	45,5	54,5	54,5	54,5
Sadi servizi industriali	I	3,83	-0,47	8,73	3,29	3,06	5,22	11	11	11	36,4	27,3	27,3	54,5	54,5	54,5	45,5	45,5	45,5
Saes getters	I	2,89	-26,6	14,18	5,64	-1,28	12,6	11	11	14	27,3	27,3	21,4	18,2	18,2	21,4	81,8	81,8	78,6
Safilo group	I	0,6	-78,65	-2,55	4,56	-18,93	4,76	7	7	7	57,1	42,9	42,9	28,6	42,9	42,9	71,4	57,1	57,1
Save	I	9,18	5,84	4,21	7,32	6,5	5,18	13	13	12	46,2	46,2	25,0	23,1	23,1	25,0	76,9	76,9	75,0
Servizi italia	I	16,32	13,69	11,7	7,1	6,93	6,63	9	9	8	33,3	33,3	25,0	33,3	33,3	37,5	66,7	66,7	62,5
Sias	I	10,95	10,27	6,35	6,45	6,68	6,03	15	14	14	46,7	57,1	57,1	33,3	35,7	35,7	66,7	64,3	64,3
Sogefi	I	9,72	-3,48	17,63	5,61	0,94	8,36	9	12	12	55,6	33,3	33,3	22,2	16,7	16,7	77,8	83,3	83,3
Stefanel	I	-68,52	-125,24	-25,22	-12,28	-18,84	-3,62	9	9	7	55,6	44,4	42,9	22,2	22,2	14,3	77,8	77,8	85,7
Tod's	I	17,91	13,05	13,95	17,47	14,92	15,6	13	13	12	38,5	38,5	33,3	46,2	46,2	41,7	53,8	53,8	58,3
Vianini lavori	I	4,77	3,69	5,12	3,87	2,51	2,26	9	9	9	44,4	33,3	33,3	44,4	44,4	44,4	55,6	55,6	55,6
Zignago vetro	I	31,26	29,74	37,61	15,94	15,1	19,64	11	11	11	36,4	45,5	45,5	18,2	18,2	18,2	81,8	81,8	81,8
Zucchi	I	-90,86	-115,75	-43,03	0,79	-15,13	-7,77	10	10	10	50,0	50,0	50,0	20,0	20,0	40,0	80,0	80,0	60,0
Acea	S	7,24	-3,65	13,28	12,62	3,1	6,91	9	9	9	66,7	77,8	55,6	22,2	22,2	22,2	77,8	77,8	77,8
Acotel	S	-2,9	2,24	10,07	1,34	2,15	1,12	9	9	7	33,3	33,3	28,6	44,4	44,4	42,9	55,6	55,6	57,1
Alerion	S	-3,03	-2,89	-3,17	0,9	-0,42	-1,06	15	16	15	40,0	37,5	40,0	26,7	25,0	26,7	73,3	75,0	73,3
Amplifon	S	8,87	13,31	-7,75	5,6	8,12	6,3	7	7	7	42,9	42,9	42,9	14,3	14,3	14,3	85,7	85,7	85,7
Arkimedica	S	-35,54	-4,02	-1,8	-5,44	2,11	1,93	7	14	14	42,9	14,3	14,3	42,9	50,0	57,1	57,1	50,0	42,9
Arnoldo Mondadori editore	S	7,34	6,39	19,21	4,86	3,62	8,89	14	11	11	42,9	36,4	36,4	28,6	27,3	27,3	71,4	72,7	72,7
Ascopiave	S	8,66	7	5,2	7,34	5,91	4,68	5	5	5	40,0	40,0	40,0	20,0	20,0	20,0	80,0	80,0	80,0
Autogrill	S	16,22	9,13	26,33	6,47	5,97	7,64	12	12	12	50,0	50,0	50,0	8,3	8,3	8,3	91,7	91,7	91,7
Bee team	S	2,45	-9,8	-53,85	3,22	0,33	-4,05	7	7	7	14,3	28,6	28,6	28,6	14,3	14,3	71,4	85,7	85,7
Cad it	S	-1,08	3,15	8,77	0,88	4,2	10,29	8	8	8	25,0	25,0	25,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Cairo communication	S	29,54	18,04	18,43	13,91	10,75	11,03	7	7	7	28,6	28,6	28,6	42,9	42,9	42,9	57,1	57,1	57,1
Caltagirone editore	S	0,75	-5,02	-1,34	1,38	-2,35	0,11	11	11	9	27,3	27,3	22,2	54,5	54,5	66,7	45,5	45,5	33,3
Cdc point	S	0,18	1,49	0,84	1,51	1,87	3,28	5	5	5	60,0	60,0	60,0	40,0	40,0	40,0	60,0	60,0	60,0
Dmail group	S	-21,88	-33,45	-18,71	0,2	-5,19	-1,22	7	7	7	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	71,4	71,4	71,4

SOCIETÀ	Tipo	Roe10(%)	Roe09(%)	Roe08(%)	Roa10(%)	Roa09(%)	Roa08(%)	bsize10	bsize09	bsize08	PAI10(%)	PAI09(%)	PAI08(%)	PAE10(%)	PAE09(%)	PAE08(%)	PANE10(%)	PANE09(%)	PANE08(%)
Ems italia	S	-2,54	-19,22	-27,43	-1,1	-6,34	-16,41	10	5	5	40,0	40,0	40,0	10,0	20,0	20,0	90,0	80,0	80,0
Enel	S	10,59	14,41	22,95	6,53	6,54	7,22	9	9	9	55,6	55,6	55,6	22,2	22,2	22,2	77,8	77,8	77,8
Esprinet	S	14,98	16,55	14,21	7,29	6,71	5,42	12	12	9	25,0	25,0	33,3	33,3	33,3	44,4	66,7	66,7	55,6
Exprivia	S	7,4	8,18	11,89	6,81	7,33	8,25	7	7	7	42,9	28,6	28,6	28,6	28,6	57,1	71,4	71,4	42,9
Fnm	S	4,78	5,29	3,39	28,47	3,2	2,36	7	7	7	57,1	57,1	71,4	42,9	42,9	14,3	57,1	57,1	85,7
Gruppo editoriale l'espresso	S	9,25	1,11	4,34	7,81	4,51	6,67	11	11	10	45,5	45,5	30,0	18,2	18,2	20,0	81,8	81,8	80,0
I grandi viaggi	S	-0,4	1,7	0,63	0,63	2,56	1,47	9	9	9	55,6	55,6	55,6	44,4	44,4	44,4	55,6	55,6	55,6
il sole 24 ore	S	-15,7	-17,93	4,47	-7,73	-10,48	2,44	15	15	15	13,3	20,0	20,0	13,3	13,3	13,3	86,7	86,7	86,7
Juventus fc	S	-12,15	6,47	-21,8	0,72	4,84	-3,45	11	7	8	36,4	57,1	50,0	27,3	28,6	25,0	72,7	71,4	75,0
Lottomatica group	S	1,92	5,92	8,27	4,66	5,7	5,58	13	13	13	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2	53,8	53,8	53,8
Mediacontech	S	8,86	-12,25	-13,58	6,2	0,61	-1,3	7	7	7	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	71,4	71,4	71,4
Mediaset	S	11,26	12,02	20,51	11,16	9,53	15,58	15	15	14	26,7	26,7	28,6	46,7	46,7	42,9	53,3	53,3	57,1
Mondo tv	S	-0,96	3,81	-75,85	0,77	-2,07	-18,74	8	8	7	25,0	25,0	28,6	25,0	25,0	14,3	75,0	75,0	85,7
Pierrel	S	-72,51	-69,42	-34,04	-10,54	-9,78	-9,42	9	9	9	22,2	33,3	22,2	44,4	22,2	22,2	55,6	77,8	77,8
Rcs mediagroup	S	0,22	-11,4	3,67	2,06	-2,8	3,67	21	21	19	19,0	28,6	26,3	4,8	4,8	5,3	95,2	95,2	94,7
Reply	S	14,85	13,04	17,41	11,47	10,62	13,63	8	8	8	37,5	37,5	37,5	62,5	62,5	62,5	37,5	37,5	37,5
Retelit	S	-4,54	-6,19	-4,77	-3,22	-3,01	-2,47	9	7	6	44,4	57,1	33,3	11,1	14,3	16,7	88,9	85,7	83,3
Snai	S	-12,59	-3,39	-9,71	-0,28	2,5	0,11	14	13	13	14,3	15,4	15,4	14,3	15,4	15,4	85,7	84,6	84,6
Snam	S	18,7	12,84	14,83	9,42	6,68	9,1	9	9	9	55,6	55,6	55,6	11,1	22,2	22,2	88,9	77,8	77,8
Sorin	S	8,61	5,73	-9,71	8,26	7,01	3,38	15	15	15	40,0	40,0	46,7	13,3	13,3	13,3	86,7	86,7	86,7
Telecom italia	S	10,95	5,88	8,25	6,51	6,44	6,38	14	14	15	35,7	35,7	33,3	14,3	14,3	13,3	85,7	85,7	86,7
Telecom italia media	S	-17,76	-49,53	-46,97	-7,24	-10,6	-15,26	13	13	13	61,5	61,5	61,5	15,4	15,4	15,4	84,6	84,6	84,6
Terna	S	22,23	30,82	15,78	7,56	7,44	7,55	9	9	9	44,4	44,4	44,4	11,1	11,1	11,1	88,9	88,9	88,9

Tab. 5 – Matrice di correlazione (tutte le imprese esaminate)

ANNO 2010				
	bsize2010	PAI2010	PAE2010	AI2010
Roe2010	0,1363	0,0948	0,0076	0,1410
Roa2010	-0,0295	0,1330	0,1325	0,0770
ANNO 2009				
	bsize2009	PAI2009	PAE2009	AI2009
Roe2009	0,1435	0,1255	0,1116	0,1620
Roa2009	0,1129	0,1422	0,1386	0,1820
ANNO 2008				
	bsize2008	PAI2008	PAE2008	AI2008
Roe2008	0,1336	0,0741	0,1900	0,1210
Roa2008	0,0665	0,0417	0,2551	0,0750
ANNO 2008-2010				
	bsize2008-10	PAI2008-10	PAE2008-10	AI2008-10
Roe2008-10	0,1378	0,0981	0,1031	0,1413
Roa2008-10	0,0499	0,1056	0,1754	0,1113
ANNO 2005				
	bsize2005	PAI2005	PAE2005	AI2005
Roe2005	0,2100	0,0700	0,1990	0,1760
Roa2005	0,0950	0,0680	0,1290	0,0160
ANNO 2003-2005				
	bsize2003-05	PAI2003-05	PAE2003-05	AI2003-05
Roe2003-05	0,2340	0,0160	0,1150	0,1780
Roa2003-05	0,0830	0,0550	0,1080	0,0760

Matrice di correlazione imprese operanti nel settore industriale

ANNO 2010				
	bsize2010	PAI2010	PAE2010	PANE2010
Roe2010	0,1960	0,0499	0,0600	-0,0600
Roa2010	0,0510	0,0404	0,1276	-0,1276
ANNO 2009				
	bsize2009	PAI2009	PAE2009	PANE2009
Roe2009	0,2242	0,1477	0,1082	-0,1082
Roa2009	0,1985	0,1615	0,1020	-0,1020

ANNO 2008				
	bsize2008	PAI2008	PAE2008	PANE2008
Roe2008	0,0966	0,0321	0,0747	-0,0747
Roa2008	-0,0039	0,0278	0,1864	-0,1864
ANNO 2008-2010				
2008-10	bsize2008-10	PAI2008-10	PAE2008-10	PANE2008-10
Roe2008-10	0,1723	0,0766	0,0810	-0,0810
Roa2008-10	0,0819	0,0766	0,1387	-0,1387

Matrice di correlazione imprese operanti nel settore dei servizi

ANNO 2010				
	bsize2010	PAI2010	PAE2010	PANE2010
Roe2010	-0,0103	0,2314	-0,1395	0,1395
Roa2010	-0,1647	0,3094	0,1277	-0,1277
ANNO 2009				
2009	bsize2009	PAI2009	PAE2009	PANE2009
Roe2009	-0,0684	0,0595	0,1874	-0,1874
Roa2009	-0,1076	0,0765	0,2717	-0,2717
ANNO 2008				
2008	bsize2008	PAI2008	PAE2008	PANE2008
Roe2008	0,1647	0,1198	0,2983	-0,2983
Roa2008	0,1578	0,0244	0,3183	-0,3183
ANNO 2008-2010				
2008-10	bsize2008-10	PAI2008-10	PAE2008-10	PANE2008-10
Roe2008-10	0,0287	0,1369	0,1154	-0,1154
Roa2008-10	-0,0382	0,1368	0,2392	-0,2392

BIBLIOGRAFIA

- ADJAOUD F., ZEGHAL D., ANDALEEB S. (2007), *The Effect of Board's Quality on Performance: a Study of Canadian Firms*, in «Corporate Governance», vol. 15, n. 4, pp. 623-635.
- AGRAWAL A., KNOEBER C.R. (1996), *Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problem Between Manager and Shareholders*, in «Journal of Financial and Quantitative Analysis», vol. 31, n. 3, pp. 377-397.
- BAGHAT S., BLACK B. (2002), *The Non Correlation Between Board Indipendence and Long-Term Firm Performance?*, in «The Journal of Corporation Law», vol. 27, n. 2, pp. 231-273.
- BASINGER B.D. et al. (1991), *Effects of Board Ownership Structure on Corporate R&D Strategy*, in «Academy of Management Journal», vol. 34, n. 1, pp. 205-214.
- BASINGER B.D., HOSKINSSON R.E. (1990), *The Composition of Board of Directors and Strategy Control: Effect on Corporate Strategy*, in «Academy of Management Review», vol. 15, n. 1, pp. 72-87.
- BAYSINGER R.D., BUTLER H.N. (1985), *Corporate Governance and the Board of Director: Performance Effects of Change in Board Composition*, in «The Journal of Law, Economics-Organizations», vol. 1, n. 1, pp. 101-124.
- BERK J., DE MARZO P. (2008), *Finanza aziendale*, Londra, Pearson.
- BERLE A.A., MEANS C.G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, NY, McMillian.
- BYRD J., HICKMAN K. (1992), *Do Outside Directors Monitoring Managers? Evidence from Tender Offer Bids*, in «Journal of Financial Economics», vol. 32, n. 2, pp. 195-297.
- CATTURI G. (2003), *L'azienda universale, l'idea-forza, la morfologia e la fisiologia*, Padova, CEDAM.
- CIAMPAGLIA G.M. (2009), *I consiglieri indipendenti nella governance d'impresa e le performance aziendali*, Foggia, Edizioni Scientifiche Italiane.
- CODA V. (1997), *Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto*, in *Scritti di economia aziendale in memoria di Raffaele D'Oriano*, t. I, Padova, CEDAM.
- COLES J.W., MCWILLIAMS V.B. (2001), *An Examination of the Relationship of Governance*, in «Journal of Management», vol. 27, n. 1, pp. 23-50.
- CONYON M.J., PECK S.I. (1998), *Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries*, in «European Journal of Finance», vol. 4, n. 3, pp. 291-304.
- COTTER J., SHIVDASANI A., ZENNER M. (1997), *Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers?* in «Journal of Financial Economics», vol. 43, n. 2, pp. 195-218.

- DALTON D.R. *et al.* (1998), *Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance*, in «Strategic Management Journal», vol. 19, pp. 269-290.
- DALTON D.R. *et al.* (1999), *Number of Directors and Financial Performance: a Meta-Analysis*, in «Academy of Management Journal», vol. 42, n. 6, pp. 674-686.
- DE ANDRES P., AZAFORA V., LOPEZ F. (2005), *Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness*, in «Corporate Governance», vol. 13, n. 2, pp. 197-210.
- DI TORO P. (2000), *Governance, etica e controllo*, Padova, CEDAM.
- EISENBERG T., SUNDGREN S., WELLS M.T. (1998), *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*, in «Journal of Financial Economics», vol. 48, pp. 35-54.
- EL MIR A., SEBOUI S. (2008), *Corporate Governance and the Relationship Between EVA and Created Shareholder Value*, in «Corporate Governance», vol. 8, n. 1, pp. 46-58.
- FAMA E. (1980), *Agency Problem and the Theory of the Firm*, in «The Journal of Political Economy», vol. 88, n. 2, pp. 288-307.
- FIORI G., TISCINI R. (2005), *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa aziendale*, Milano, FrancoAngeli.
- FORBES D.P., MILLIKEN F. (1999), *Cognition and Corporate Governance Understanding Boards of Directors and Strategic Decision Making Group*, in «Academy of Management Review», vol. 3, pp. 489-505.
- GAZZETTA UFFICIALE DELL'UNIONE EUROPEA, *Raccomandazione della commissione del 14 dicembre 2004 relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate (2004/913/CE)*.
- GAZZETTA UFFICIALE DELL'UNIONE EUROPEA, *Raccomandazione della commissione del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del Consiglio di Sorveglianza delle società quotate e sui comitati del Consiglio d'Amministrazione o di Sorveglianza (2005/162/CE)*.
- GOODSTEIN J., GAUTAM K. (1994), *The Effect of Board Size and Diversity on Strategic Change*, in «Strategic Management Journal», vol. 15, n. 3, pp. 241-250.
- HERMALIN B.E., WEISBACH M.S. (1992), *The Effects of Board Composition and Direct Incentives in Firm Performance*, in «Financial Management», vol. 7, n. 8, pp. 101-112.
- HILL C.A., SNELL S.A. (1985), *Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity*, in «Academy of Management Journal», vol. 32, n. 1, pp. 25-46.

- JENSEN M. (1993), *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, in «Journal of Finance», vol. 48, n. 1, pp. 831-880.
- JOHN K., SENBET L.W. (1998), *Corporate Governance and Board Effectiveness*, in «Journal of Banking and Finance», vol. 22, n. 4, pp. 371-403.
- KLEIN A. (1998), *Firm Performance and Board Committee Structure*, in «Journal of Law and Economics», vol. 41, n. 1, pp. 286-288.
- LIPTON M., LORSH J. (1992), *Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, in «The Business Lawyer», vol. 48, n. 1, pp. 151-161.
- MAZZOTTA R. (2007), *La corporate governance e le performance aziendali*, Milano, FrancoAngeli.
- OCASIO W. (1994), *Political Dynamics and the Circulation of Power: CEO succession in U.S. Industrial Corporations, 1960-1990*, in «Administrative Scienze Quaterly», vol. 39, n. 291, pp. 285-312.
- POSTMA T.J., STERKEN E., VAN EES H. (2003), *Board Characteristics and Corporate Performance in the Netherlands*, in «Eastern economic Journal», vol. 29, n. 1, pp. 41-58.
- RYAN H., WIGGINS R. (2004), *Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Indipendence, and Barriers to Effective Monitoring*, in «Journal of Financial Economics», vol. 73, n. 3, pp. 497-525.
- WEISBACH M. (1988), *Outside Directors and CEO Turnover*, in «Journal of Financial Economics», vol. 20, nn. 1-2, pp. 431-460.
- YERMACK D. (1996), *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, in «Journal of Financial Economics», vol. 40, n. 2, pp. 195-202.
- YERMACK D. (1996), *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, in «Journal of Financial economics», vol. 40, n. 8, pp. 185-211.
- ZAHRA S., PEARCE J. (1989), *Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model*, in «Journal of Management», vol. 15, n. 2, pp. 291-334.
- ZATTONI A. (2006), *Corporate governance*, Milano, Egea.

Evoluzione della corporate governance nelle banche italiane

Paola Demartini, Enrico Magrini

3.1 Introduzione. La relazione tra governance e performance bancaria

Nel presente lavoro si è cercato di analizzare le peculiarità della *corporate governance* delle imprese bancarie.

In particolare l'attenzione è stata rivolta alle regole relative alla dimensione e alla composizione del CdA, organo chiave di un buon sistema di *governance*.

Una buona *governance*, mirata all'allocazione ottimale del controllo, favorisce la competitività delle imprese traducendosi in un incremento di crescita potenziale e di accesso al mercato dei capitali e, a livello aggregato (soprattutto per le imprese bancarie), favorire lo sviluppo del sistema paese.

Nella letteratura molti studi hanno dimostrato, seppur con risultati non sempre univoci, la sussistenza di una tale relazione tra le variabili relative al governo societario e gli indicatori di performance. Il lavoro si pone, quindi, l'obiettivo di valutare la sussistenza o meno di un legame tra il modo di strutturare la *governance*, in linea con la *best practice* internazionale, e i risultati raggiunti dalle imprese bancarie quotate del nostro paese.

Il fine del presente studio è dunque quello di analizzare il legame fra le caratteristiche della *governance* e le performance delle banche italiane alla luce dei maggiori studi, presenti nella letteratura economica, che hanno affrontato un'analisi simile in un contesto sia nazionale che internazionale.

In accordo con i suddetti studi, sono state esaminate la relazione tra le variabili che la letteratura identifica come correlate ad una buona o ad cattiva *governance*, focalizzando l'attenzione sui due aspetti che sono stati maggiormente studiati: la composizione e la dimensione del CdA.

Coerentemente con le ipotesi testate nella letteratura e in linea con le motivazioni delle raccomandazioni dei codici autoregolamentari, si è ipotizzato:

- un *trade-off* tra dimensione dell'organo di gestione e performance;

- una relazione positiva tra la performance, la quota di amministratori indipendenti e il numero di comitati consiliari.

Il campione su cui si è deciso di verificare le suddette ipotesi di ricerca è composto da 17 banche quotate. L'arco temporale di riferimento scelto è quello susseguente all'applicazione del Codice di Autodisciplina del 2006: ovvero è costituito dai 5 esercizi ricompresi tra il 2007 e il 2011.

3.1.1 Sintesi della letteratura

Gli studi maggiormente rilevanti ai fini della presente analisi possono essere suddivisi in due gruppi: nel primo gruppo possiamo ricomprendere gli studi incentrati sulla *corporate governance* internazionale e sul legame fra le caratteristiche del CdA e le performance aziendali; nel secondo gli studi che analizzano la *corporate governance* delle banche in riferimento al legame tra dimensione/composizione del CdA e le performance bancarie.

1. Nel primo gruppo richiamo, senza alcun intento di completezza, gli studi di Lipton e Lorsh¹ (1992), Jensen² (1993) che evidenziano un *trade-off* tra dimensione del CdA e l'efficacia-efficienza del CdA delle imprese, poiché i maggiori costi che si sostengono (ad esempio maggiore tempo decisionale) non sono corrisposti da adeguati benefici che derivano da un maggior controllo; quelli di Hermalin e Weisbach (1991)³ che dimostrano una relazione inversa tra performance d'impresa e dimensione del Consiglio, sottolineando come un'eccessiva dimensione porti ad incrementare i problemi di agenzia e a limitare il coinvolgimento degli amministratori nella gestione; Yermack (1996)⁴, utilizzando un campione di grandi società americane, rileva una correlazione negativa tra la Q di Tobin (e altri indicatori) e il numero di consiglieri.

Il secondo lavoro di Hermalin e Weisbach (2003)⁵ parte dall'osservazione che il CdA dovrebbe risolvere il problema di agenzia⁶ e, analizzando i lavori

¹ M. LIPTON, J. LORSH, *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, in «The Business Lawyer», vol. 48, n. 1, 1992, pp. 59-77.

² M. JENSEN, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, in «The Journal of Finance», vol. 48, n. 3, 1993, pp. 831-880.

³ B.E. HERMALIN, M.S. WEISBACH, *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, in «Financial Management», vol. 48, n. 3, 1991, pp. 101-112.

⁴ D. YERMACK, *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, in «Journal of Financial Economics», vol. 40, n. 2, 1996, pp. 185-211.

⁵ B. HERMALIN, M. WEISBACH, *Boards of Directors as an Endogenously-Determined Institution: A Survey of the Economic Literature*, in «Economic Policy Review», vol. 9, 2003, pp. 7-26.

⁶ E. FAMA, *Agency Problem and the Theory of the Firm*, in «Journal of Political Economics»,

precedenti, identifica alcune regolarità empiriche come l'incorrelazione tra composizione del Consiglio e performance (misurata sia con indicatori contabili che di mercato come la Q di Tobin) e una correlazione negativa tra dimensione del Consiglio e la performance aziendale.

Altri lavori di ricerca che sicuramente possono essere richiamati sono quelli di Dalton, Daily, Johnson, ed Ellstrad (1999)⁷, di Bhagat e Black (2001)⁸, di Denis e McConnell (2003)⁹, di Gillan, Hartzell e Starks (2003)¹⁰, di De Andrés, Azofra-Palenzuela e López-Iturriaga (2005)¹¹, di Adams e Ferreira(2007)¹².

La maggior parte della letteratura si focalizza nell'ambito di un sistema 'anglosassone', pochi invece sono i contributi che fanno riferimento al nostro paese. Vale la pena comunque ricordare il contributo del lavoro di Bianchi *et al.* (2008)¹³, volto ad analizzare l'evoluzione della struttura della proprietà e del controllo delle società italiane tra il 1990 e il 2007 in un'ottica di apertura del mercato del controllo.

Dall'analisi dei risultati empirici e dalle conclusioni di tali lavori non è possibile evidenziare conclusioni univoche e concordanti in senso assoluto. Tuttavia molte tematiche e punti di analisi sono comuni in tutti i lavori: le caratteristiche del CdA maggiormente indagate sono la dimensione, misurata dalla numerosità dei consiglieri, e la composizione, ovvero la presenza di consiglieri esecutivi, non esecutivi e indipendenti.

Per quanto riguarda la strutturazione del CdA, molti autori guardano il fenomeno ipotizzando che un Consiglio di minori dimensioni e composto in maggioranza da amministratori indipendenti dovrebbe essere più efficace e rapido nelle decisioni, riuscendo al contempo a ridurre i problemi di

vol. 88, n. 2, 1980, pp. 288-307.

⁷ D. DALTON, C. DAILY, J. JOHNSON, *Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis*, in «Academy of Management Journal», vol. 42, 1999, pp. 674-686.

⁸ S. BHAGAT, B. BLACK, *The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance*, in «Journal of Corporation Law», vol. 27, n. 2, 2001, pp. 231-274.

⁹ D.K. DENIS, J.J. MCCONNELL, *International Corporate Governance*, in «Journal of Financial and Quantitative Analysis», vol. 38, n. 1, 2003, pp. 1-36.

¹⁰ S.L. GILLAN, J.C. HARTZELL, L.T. STARKS (2003), *Explaining Corporate Governance: Boards, Bylaws, and Charter Provisions* <<http://ssrn.com/abstract=442740>> (ultimo accesso 09.12.2015).

¹¹ A. DE ANDRES, V. AZOFRA-PALENZUELA, *Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness*, in «Corporate Governance: An International Review», 13, n. 2, 2005, pp. 197-210.

¹² B. RENEÉ, R. ADAMS, D. FERREIRA, *A Theory of Friendly Boards*, in «Journal of Finance», vol. 62, n. 1, 2007, pp. 217-250.

¹³ M. BIANCHI *et al.*, *The Evolution of Ownership and Control Structures in the Last 15 Years*, Banca d'Italia.

agenzia¹⁴. In considerazione di ciò, i risultati empirici dovrebbero dimostrare una correlazione negativa tra performance d'impresa e dimensione del CdA ed una di senso opposto con la presenza degli indipendenti.

Per ciò che riguarda il legame tra la composizione del CdA e performance, molti autori ipotizzano un legame positivo tra la presenza di amministratori non esecutivi e indipendenti del CdA e i risultati dell'impresa poiché, in tal modo, si limitano eventuali problemi di conflitto di interesse tra proprietà e *management*. Al contrario, altri autori ipotizzano che la presenza di amministratori esecutivi possa essere positiva sulla performance poiché questi sono caratterizzati da una maggiore professionalità e da una approfondita conoscenza dei fatti di azienda e perciò sono in grado di apportare maggiori informazioni in Consiglio sulle quali basare il processo decisionale.

2. Gli studi internazionali del secondo gruppo, condotti sulle imprese bancarie, giustificano una *governance* particolare delle banche dovuta alla maggiore regolamentazione rispetto agli altri settori. Perciò i risultati dei più importanti studi differiscono spesso da quelli relativi in generale alla *governance* aziendale. Al fine dell'analisi dell'evoluzione della *governance* delle banche quotate italiane, che si esamina nel presente lavoro, risulta ancora più rilevante la disamina degli studi che hanno riguardato il legame tra *governance* e performance bancaria.

- Il primo studio che si ritiene necessario richiamare è quello di Macey e O'Hara, gli autori hanno giustificato la *governance* particolare delle banche per motivi legati alle caratteristiche operative (l'esistenza di un passivo garantito dal fondo di tutela dei depositi, la presenza di rischi sistemici, ecc.). Questi autori analizzano le differenze tra le banche di un ambiente anglosassone rispetto a quelle europee (in particolare franco-tedesche), in quanto mentre le prime hanno maggiore tutela degli interessi degli azionisti, le seconde strutturano un sistema di *corporate governance* volto alla tutela principalmente dei clienti e dei lavoratori. Questi studiosi definiscono più appropriata per le banche, in virtù della loro unicità e particolare natura del *business*, una *corporate governance* orientata alla tutela di tutti gli *stakeholders*.

Sicuramente gli autori che più hanno approfondito il tema del legame tra *corporate governance* e performance nelle banche negli ultimi anni sono Adams e Meheran di cui esamino i tre principali studi. Il presente lavoro

¹⁴ Autori che si rifanno all'*Agency Theory* e, quindi, al disallineamento di incentivi tra proprietà (azionisti visti come principale) e *management* (agente).

si è fortemente ispirato alla metodologia di analisi considerata da questi autori (che hanno, tuttavia, focalizzato la loro attenzione al contesto statunitense), cercando di valutare la validità delle loro principali conclusioni nel contesto italiano.

- Il loro primo studio del 2003¹⁵ utilizza un campione di 35 *holding companies* bancarie statunitensi per un periodo che va dal 1986 al 1996. Dopodiché hanno confrontato il risultato delle loro analisi con i risultati già analizzati in precedenza per un campione di imprese manifatturiere, riscontrando per le banche CdA più numerosi. La principale conclusione del loro lavoro è stata quella di sottolineare come le strutture di *governance* dipendano dal settore di appartenenza, ovvero dalle diverse opportunità d'investimento, normative e regolamentazione che caratterizzano una determinata area di *business*. Per le banche, quindi, si evidenzia un maggior numero di consiglieri, una maggiore presenza di indipendenti e un maggior numero di comitati consiliari.
- Il loro secondo lavoro, pubblicato nel 2005¹⁶, è quello che ha ispirato più di ogni altro il mio lavoro di ricerca. Il loro modello si basa su un campione di 35 *holding* bancarie statunitensi per il periodo che va dal 1959 al 1999 e sottolinea che le imprese bancarie con numerosi CdA non hanno performance inferiori in termini di Q di Tobin, ovvero che non esiste una correlazione negativa tra dimensione del CdA e performance, in contrapposizione con gli studi internazionali prevalenti per imprese non finanziarie¹⁷. Argomentano la loro tesi sottolineando che per le *holding* bancarie le peculiarità organizzative, che caratterizzano il settore, rendono desiderabile per tali istituti una maggiore numerosità del Consiglio. Utilizzano, tra gli altri, 'modelli *panel* a effetti fissi', studiando dapprima la relazione con l'indicatore di performance (Q di Tobin e ROA) e la dimensione del *Board*, per poi aggiungere al modello, in diversi stadi, altre variabili di *governance* ed analizzare l'impatto anche della composizione del CdA (numero amministratori indipendenti, non esecutivi, riunioni, ecc.). Gli autori giustificano la relazione non negativa tra dimensione del CdA e la Q di Tobin con gli effetti della peculiare struttura organizzativa

¹⁵ R. ADAMS, H. MEHRAN (2003), *Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?* <<http://ssrn.com/abstract=387561>> (ultimo accesso 09.12.2015).

¹⁶ IDD. (2005), *Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry* <<http://ssrn.com/abstract=302593>> (ultimo accesso 09.12.2015).

¹⁷ Gli autori citano Yermack e Eisenberg, Sundgren e Wells.

delle banche e non delle operazioni di M&A (che si mostrano non significative); il primo effetto è dovuto al fatto che spesso le strutture internazionali di queste *holding* richiedono un Consiglio composto da membri rappresentativi di tutte le società affiliate nel mondo, il secondo, invece, è dovuto al fatto che queste operazioni spesso comportano l'ingresso nel CdA di amministratori della società acquisita. Nel modello, tra le variabili che risultano avere relazioni significative rispetto alla performance, emerge il numero di comitati con legame negativo (ancora una volta in contrasto con la letteratura prevalente internazionale). Tra le peculiarità del settore bancario sottolineano anche la peculiarità del CdA di una società capogruppo (*holding* finanziaria), in cui si ha un numero maggiore di consiglieri, al contrario delle analisi precedenti che avevano riguardato singole imprese di produzione.

- Il terzo lavoro di Adams e Meheran del 2008¹⁸ ripropone l'analisi del precedente lavoro, esaminando il fenomeno alla luce della crisi finanziaria del 2007 che ha colpito soprattutto gli intermediari finanziari statunitensi per poi propagarsi all'intero sistema economico. In tale ottica gli autori stabiliscono che i sistemi di *governance* da adottare per riformare il settore degli intermediari non possono basarsi sulle ricerche incentrate su imprese non finanziarie, sottolineando, ancora una volta, la particolare caratterizzazione del governo degli intermediari finanziari.

Hayes, Meheran, Schaefer¹⁹ nel 2006 esaminano la relazione tra la performance di società finanziarie e l'istituzione di comitati consiliari. Questo studio, condotto su un campione di più di cinquecento società, conclude che le società finanziarie presentano consigli più numerosi e maggiore presenza di comitati. Gli autori dimostrano che il numero di comitati è legato ad alcune variabili come la grandezza dell'azienda e al pagamento dei dividendi.

Carretta, Farina e Schwizer²⁰, invece, nel loro lavoro cercano di rap-

¹⁸ R. ADAMS, H. MEHRAN, *Board Structure, Performance and Organizational Structure: the Case of Bank Holding Companies*, 2008, in <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr330.pdf> (ultimo accesso 14.12.2015).

¹⁹ R. HAYES, H. MEHRAN, S. SCHAEFER, *Board Committee Structures, Ownership and Firm Performance* (2006), in <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2005-Milan/papers/168-mehran_paper.pdf> (ultimo accesso 14.12.2015).

²⁰ A. CARRETTA, V. FARINA, P. SCHWIZER, *Organizzazione e funzionamento dei CdA negli intermediari finanziari. Condizioni di efficacia, competenze e performance*, in *Attualità e prospettive negli studi di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari* (Atti del I Convegno nazionale di Economia degli Intermediari Finanziari), Parma 4 dicembre

presentare la complessità del processo di valutazione del CdA nel contesto bancario e finanziario alla luce delle relative caratteristiche in termini di composizione, organizzazione e competenze. Il lavoro di questi accademici italiani approfondisce nella prima parte il legame tra la qualità del CdA e la performance aziendale alla luce delle evidenze presenti in letteratura, mentre nella seconda parte esamina le specificità dei CdA bancari. Questi autori spiegano le peculiari caratteristiche funzionali e organizzative (soprattutto la presenza di comitati), nonché professionalità e competenze che devono caratterizzare il CdA della banca. Infine, propongono un modello operativo di analisi delle condizioni di adeguatezza e di efficacia del CdA, nonché la valutazione della performance del Consiglio e dei singoli consiglieri, in modo particolare alle specificità degli intermediari finanziari. L'approccio di tipo quantitativo si basa sull'osservazione delle caratteristiche del CdA. Ciascuna caratteristica oggetto d'indagine viene rappresentata nel modello attraverso un sistema di misure e di indicatori che consentono di attribuire punteggi ad ogni caratteristica. La valutazione del CdA è misurata attraverso schemi che permettono una valutazione complessiva, risultante dalla somma della valutazione delle caratteristiche istituzionali, della valutazione delle caratteristiche organizzative e della valutazione delle professionalità.

L'analisi condotta da Busta si pone l'obiettivo di analizzare il legame tra performance e il modello di *governance* adottato dalle banche. Dopo aver ripercorso la principale letteratura in materia, tale lavoro analizza, utilizzando il metodo dei minimi quadrati ordinari OLS, un campione di 69 banche quotate europee tra il 1996 e il 2005. Come indicatori di performance Busta utilizza gli indicatori finanziari come il *Market-to-Book Ratio*, il ROA e il ROIC²¹, mentre le variabili relative alla *governance* prescelte sono date dal numero di riunioni del CdA, il numero dei consiglieri e la percentuale dei non esecutivi. La conclusione di tale lavoro è che: le banche con un numero di non esecutivi maggiore hanno migliori performance solo nell'ambito delle Regno Unito e non nell'Europa continentale. Per quanto riguarda la dimensione del Consiglio il risultato porta ad una correlazione non significativa con la performance.

In un testo del 2008²² di Brogi, volto soprattutto all'analisi dell'adozione del modello dualistico nelle banche e assicurazioni, viene attuata un'analisi che confronta due campioni per l'anno 2007: uno rappresentativo delle

2005, a cura di L. Munari, Monte Università Parma-MUP, Parma 2006.

²¹ *Return on Invested Capital* = (Utile netto-dividendi)/Capitale investito.

²² M. BROGI, *Corporate governance e sistema dualistico per banche e assicurazioni*, Bancaria Editrice, Roma 2008.

maggiori società quotate e l'altro rappresentato da 40 banche e assicurazioni quotate europee. In questo lavoro vengono enucleate le informazioni sul modello di *governance* adottato, il funzionamento delle assemblee, degli organi di gestione e di controllo, la costituzione di organi volontari (comitati) e meccanismi di tutela delle minoranze. Dallo studio emerge che le società organizzate, secondo il modello dualistico, presentano organi sociali con un maggior numero di membri. Stesso risultato emerge per le società finanziarie a prescindere dal modello di *governance* adottato. In particolare la professoressa Brogi descrive una relazione incerta tra la dimensione del CdA e la performance nel caso delle società finanziarie, seppur basandosi su statistiche descrittive, confermando che gli intermediari sono diversi dalle altre classi del campione. Conclude sostenendo che il modello dualistico, caratterizzato da un maggior numero di membri negli organi di amministrazione e di controllo, può presentare una potenzialità maggiore nelle società bancarie, in cui le competenze e i ruoli sono coerentemente delineati. Il testo sviluppa poi l'analisi dell'adozione del modello dualistico da parte delle banche italiane.

In sintesi, nella letteratura economica molti studi attribuiscono alle banche una *governance* particolare dovuta alla loro maggiore regolamentazione e struttura organizzativa, in generale caratterizzata dalla rilevanza di tale settore.

In riferimento alla relazione con la performance, l'analisi empirica delle caratteristiche di dimensione e composizione del CdA delle banche, ancora una volta, non consente di pervenire a risultati univoci. Tuttavia la stragrande maggioranza degli studi riscontra un maggior numero di componenti del CdA e una maggiore presenza di amministratori indipendenti nei Consigli delle società bancarie rispetto alle società appartenenti agli altri settori.

I profili strutturali analizzati che più caratterizzano la composizione del CdA, organo funzionale di una buona *governance*, sono la dimensione, la quota di amministratori non esecutivi e indipendenti, la separazione dei ruoli del Presidente e dell'Amministratore delegato (CEO), la presenza dei consiglieri con incarichi in CdA di altre società, la rappresentanza delle minoranze nel Consiglio.

La letteratura riferibile in particolare al settore delle imprese finanziarie risulta sottolineare la specialità di questo rispetto alle altre società, soprattutto se si considerano quelle manifatturiere. In particolare le ipotesi relative alla letteratura economica internazionale non risultano spesso verificabili nel contesto bancario.

3.2 Metodologia e principali risultati dell'analisi empirica

Lo scopo della nostra ricerca è quello di verificare empiricamente se sussiste una relazione tra determinate variabili di performance delle banche italiane quotate e le principali variabili di *governance*, incentrate sulle caratteristiche strutturali del CdA, quali la dimensione, la quota di amministratori non esecutivi e indipendenti, la presenza di consiglieri con incarichi in altre società e la presenza della componente femminile. Tutto ciò alla luce della richiamata letteratura economica, con lo scopo peculiare di verificare la specialità del settore bancario in tema di governo societario.

3.2.1 Le ipotesi di ricerca

In accordo con i precedenti studi sulla *governance* si esamina la relazione tra la struttura del CdA delle società bancarie e la performance utilizzando come indici sia una variabile di mercato (una *proxy* della misura della Q di Tobin e l'indice *Market-to-book Ratio*) che un indice contabile (ROE e ROA). In particolare si studia la relazione tra le variabili che la letteratura identifica come correlate con una buona o una cattiva *governance*, focalizzando l'attenzione su due dimensioni della struttura del CdA che sono state maggiormente studiate: la composizione del CdA e la sua dimensione.

Le ipotesi da verificare, per il campione di banche quotate, sono:

1. esistenza di una relazione negativa statisticamente significativa tra dimensione dell'organo gestorio e performance della banca;
2. esistenza di una relazione positiva statisticamente significativa tra indipendenza del CdA²³ e performance della banca;
3. esistenza di una relazione positiva statisticamente significativa tra il funzionamento dei Comitati interni al CdA²⁴ e performance.

Se le suddette ipotesi risultano verificate, nel contesto degli istituti creditizi italiani, avranno riscontro le principali conclusioni del primo filone della letteratura economica. Al contrario risulteranno esser fondate anche nel contesto italiano le tesi sostenute dagli autori della letteratura che hanno analizzato la peculiarità della struttura di *governance* delle banche nel contesto anglosassone²⁵, soprattutto in riferimento alla dimensione dell'organo gestorio.

²³ Per ciò che riguarda l'incidenza dei componenti indipendenti nel sistema dualistico si fa riferimento al Consiglio di Gestione (funzione di supervisione strategica).

²⁴ Nel sistema dualistico in riferimento al Consiglio di Gestione (funzione di supervisione strategica).

²⁵ Si fa riferimento soprattutto alle conclusioni di Adams e Meheran (2005).

3.2.2 *Il campione*

Il campione su cui si è deciso di testare le suddette ipotesi di ricerca è composto da 17 (su un totale di 22) banche quotate nei mercati regolamentati italiani: Banco Popolare, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Milano, Intesa Sanpaolo, Mediobanca, Ubi Banca, Unicredit, Banca Generali, Banca Intermobiliare, Banca Carige, Banco Desio, Credito Emiliano, Credito Valtellinese, Banca Profilo, Banca Ifis, Banca Finnat e Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio. Tutte le banche componenti il campione sono società capogruppo, o comunque non controllate, di *holding* finanziarie italiane.

Il periodo di riferimento è quello susseguente all'emanazione del nuovo Codice di Autodisciplina del 2006: l'analisi è riferita agli esercizi 2007, 2008, 2009, 2010, 2011. In tale periodo, caratterizzato dalla grave crisi finanziaria che ha colpito pesantemente le banche, un buon sistema di *governance* si è reso ancora più necessario per dar fiducia al sistema creditizio e più in generale al complessivo sistema economico.

Queste banche rappresentano in numero il 77,3% delle banche quotate, mentre in termini di attivo contabile il 95,4%, sempre rispetto alle quotate e circa l'82,7% dell'attivo dell'insieme delle 573 banche operanti nel 2010 nel sistema creditizio italiano, comprensivo delle società con Capogruppo straniero quali Bnl Gruppo BNP Paribas, Deutsche Bank e Cariparma Gruppo Crédit Agricole²⁶.

La selezione delle suddette banche, tutte società quotate nel Mercato Telematico Azionario, è dovuta alle seguenti valutazioni:

- necessità di una trasparenza informativa in riferimento ai bilanci di esercizio e consolidati, nonché riguardo alla pubblicazione della relazione annuale sul governo societario e sugli assetti proprietari;
- rilevanza del campione, rappresentativo delle maggiori società operanti in Italia;
- esclusione delle società che, nel suddetto periodo, non sono state quotate sul mercato regolamentare con continuità²⁷ e di quelle controllate da una capogruppo quotata²⁸ o di capitalizzazione di modesta entità²⁹.

²⁶ Dati Ufficio Studi Mediobanca 2010 sull'attivo contabile di 573 banche operanti in Italia.

²⁷ BPER e BP di Sondrio non quotate nel 2007 e 2008.

²⁸ CREBERG (Gruppo Banco Popolare) e Credito Artigiano (Gruppo CREVAL).

²⁹ BP di Spoleto (MicroCap).

3.2.3 Metodologia e variabili

Per la presente analisi si è deciso di selezionare due indicatori di bilancio, il ROA e il ROE, e due di mercato, quali la Q di Tobin e il *Market-to-Book Ratio*, su cui testare le ipotesi della relazione con le variabili di *governance*.

In coerenza con la letteratura di riferimento³⁰ si è scelto di utilizzare, oltre all'analisi riferibile alla statistica descrittiva, anche un 'modello per dati *panel* a effetti fissi', nel quale la variabile dipendente è rappresentata, alternativamente, da misure di performance di tipo contabile e da misure *market-based*. La scelta è di basarsi su dati *panel* è principalmente dovuta alla caratteristica di bidimensionalità nel tempo e nello 'spazio' (*cross section*) di tale modello e soprattutto, la possibilità di considerare le caratteristiche specifiche che differenziano le diverse banche (i cd. effetti fissi).

Le variabili dipendenti relative alla 'performance' considerate sono state stimate come:

- $ROA = \frac{\text{Utile d'esercizio}}{\text{Totale attività}}$
- $ROE = \frac{\text{Utile d'esercizio}}{PN \text{ medio di periodo}}$
- $M-t-B \text{ Ratio} = \frac{\text{Capitalizzazione di mercato al} \frac{31}{12}}{Pn \text{ contabile al} \frac{31}{12}}$
- $Q \text{ di Tobin} = \frac{\text{Tot.Attivo} - PN + \text{Capitalizzazione}}{\text{TotaleAttivo}} \quad (\text{proxy})$

I dati per la formazione di tali indicatori sono stati raccolti dai bilanci consolidati pubblicati nei siti internet delle società appartenenti al campione o tratti dal sito di Borsa Italiana SpA.

Nel periodo di riferimento il valore medio del campione di tali indicatori è stato dello 0,5% per il ROA, del 2,72% per il ROE, di 0,97% per il M-t-B Ratio e di 1 per la Q di Tobin³¹.

Le variabili esplicative del modello sono di due tipologie: le variabili di *governance* che sono state selezionate, su cui si vogliono testare le ipotesi di ricerca, e le variabili di 'controllo' che dovrebbero differenziare le varie imprese in termini di dimensione (misurata con la *proxy* data dal logaritmo naturale del totale dell'attivo), adeguatezza patrimoniale (*Tier 1 Capital Ratio*) e rischiosità (utilizzando come *proxy* la volatilità misurata su base annua³²).

³⁰ ADAMS, MEHRAN (2005), *Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry*, cit.

³¹ Per medie annuali e singole osservazioni vedere Tab. 2.

³² Dati Borsa Italiana SpA.

Le variabili esplicative relative alla *governance* sono:

- la dimensione dell'organo di gestione misurata con il logaritmo naturale del numero di componenti del CdA per le società che adottano il sistema tradizionale e di quello del Consiglio di Gestione per le società che adottano il modello dualistico;
- il numero di riunioni dell'organo di gestione nell'esercizio;
- la percentuale degli amministratori indipendenti³³ secondo il Codice di Autodisciplina, misurata dal rapporto del numero degli amministratori indipendenti sul totale dei componenti del CdA;
- la percentuale degli amministratori (o membri del Consiglio di Gestione) non esecutivi, misurata dal rapporto degli amministratori a cui non sono attribuite deleghe di gestione individuabili e che non ricoprono particolari funzioni direttive nella società sul numero totale dei componenti dell'organo gestorio;
- la percentuale di amministratori che ricoprono più di 5 incarichi in altre società (*busy*);
- la percentuale di consiglieri di genere femminile;
- il numero dei comitati consiliari istituiti;
- il numero di riunioni dei comitati.

(Per i dati raccolti vedere Tab. 2).

Per effettuare le analisi afferibili alla statistica descrittiva si è utilizzato il software Microsoft Office Excel, mentre per ciò che riguarda i modelli econometrici di tipo 'panel a effetti fissi' si è scelto di utilizzare il software *Gretl 1.9.8*.

3.2.4 Analisi per dati 'panel a effetti fissi'

Effettuando un'analisi che utilizzi il modello per dati *panel*, alternando come variabile dipendente i quattro indicatori di performance selezionati, possiamo valutare oltre che al segno del legame delle variabili di performance anche la sussistenza di relazioni statisticamente significative attraverso l'osservazione dei *p-value*.

Ogni modello è definito dall'equazione:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{con } i = 1, \dots, 17 \text{ e } t = 1, \dots, 5$$

Dove:

³³ Per le società che adottano il modello dualistico si è deciso di misurare la percentuale dei membri indipendenti da Codice nel Consiglio di Sorveglianza, in virtù della funzione di supervisione strategica svolta da questo organo nelle banche italiane.

Y_{it} = è il valore osservato della variabile dipendente dell'*i*-esima banca al tempo *t*;

α_i = è l'effetto individuale (supposto costante nel tempo) relativo all'*i*-esimo individuo (eterogeneità persistente non osservata);

X_{it}^T = è il vettore delle *k* variabili esplicative (repressori) osservate per l'*i*-esimo individuo al tempo *t*;

β = è il vettore dei coefficienti di regressione delle *k* variabili esplicative che dobbiamo stimare³⁴;

ε_{it} = è la componente puramente accidentale del modello che ipotizziamo indipendente ed identicamente distribuita nel tempo e tra gli individui (evento casuale).

Per ciò che riguarda la bontà dei quattro modelli costruiti, ovvero la capacità di adattamento dei dati stimati dal modello a quelli osservati, osservando gli *adj. R²* possiamo osservare che solo i modelli *marked based*, ovvero quello con variabile endogena la *Q* di Tobin e quello con il *Market-to-Book Ratio*, presentano un buon adattamento della regressione stimata ai dati osservati (*Adj. R² > 0,5*)³⁵.

H1: Esistenza di una relazione negativa statisticamente significativa tra dimensione dell'organo gestorio e performance della banca.

Ipotesi NON verificata.

Per quanto riguarda la verifica della prima ipotesi, tutti e quattro i modelli *panel* danno come risultato della relazione tra dimensione dell'organo gestorio e la performance della banca un coefficiente negativo. Tuttavia la prima ipotesi risulta non verificata, poiché in nessun modello tale relazione risulta essere statisticamente significativa (*p-value*³⁶ troppo alti).

La conclusione, della non sussistenza di una relazione di segno negativo statisticamente significativa tra dimensione dei Consigli e performance, spiega la permanenza di Consigli numericamente più grandi nelle banche, in linea con l'evidenza dei dati raccolti relativi al campione delle quotate (una media di circa 14 consiglieri), rispetto alle medie riscontrate negli altri settori (di circa 10 componenti).

La giustificazione di tale risultato potrebbe derivare dalle caratteristiche che differenziano il settore creditizio dagli altri, come la concentrazione del settore, la presenza di numerosi gruppi, derivati da un lungo processo di operazioni di M&A, e strutture organizzative complesse. Per

³⁴ Stimate nel modello come stimatori *within* ovvero dal modello trasformato in deviazioni dalle medie individuali.

³⁵ Rispettivamente del 63,76% e dell'80,68%.

³⁶ Il *p-value* è il livello di significatività assegnato, ossia una misura di evidenza contro l'ipotesi nulla che vogliamo dimostrare.

vedere come tali caratteristiche influenzano il numero degli amministratori possono essere utili degli esempi. Per renderci conto di come hanno inciso i processi di M&A, significativo è il dato che possiamo ricavare dal numero di banche quotate: mentre nel 1998 risultavano quotate ben 44 banche³⁷, nel 2011 ne risultavano ammesse a quotazione la metà. Questi processi aggregativi che hanno caratterizzato il settore bancario negli ultimi anni³⁸ possono far incrementare il numero dei consiglieri delle società risultanti da tali operazioni. Ad esempio, nel 2006, BLP³⁹ e BPU⁴⁰ adottavano il modello tradizionale di amministrazione e controllo con CdA costituiti per entrambe da 21 elementi. A seguito della fusione di tali istituti, avvenuta dal 2007, si è dato vita al Gruppo UBI Banca che ha adottato il modello dualistico in cui comparivano 23 consiglieri di sorveglianza (di cui 8 provenienti dal CdA di BLP e 8 dal CdA di BPU) e 10 consiglieri di gestione (4 provenienti dal CdA di BLP e 4 da quello di BPU). Anche il processo di aggregazione di Intesa Sanpaolo si è caratterizzato da una 'spartizione di poltrone' negli organi del sistema dualistico per gli amministratori dei CdA delle fuse Sanpaolo IMI e Intesa. Tuttavia tali aspetti ci danno una spiegazione limitata e forse attengono più all'idoneità di adozione del sistema dualistico in Italia che alla numerosità dei consiglieri. Inoltre, ripercorrendo anche l'analisi svolta da Adams e Meheran⁴¹, la M&A non sembra giustificare la maggiore numerosità dei consiglieri delle banche, che sembra caratterizzare il settore, anche in assenza delle suddette operazioni. Una giustificazione più valida può sicuramente esser fatta risalire alla complessità della struttura organizzativa e operativa di tali soggetti. In particolare è lecito supporre, in considerazione del fatto che si tratta perlopiù di soggetti capogruppo di gruppi bancari, che la permanenza in Consiglio di molti soggetti può derivare anche dall'esigenza di rappresentare le società bancarie controllate in un'ottica di coordinamento e di strategia di gruppo. Infine per i soggetti che operano in un contesto internazionale (vedi Unicredit) può essere utile mantenere in Consiglio i rappresentanti delle diverse aree geografiche in cui opera l'impresa. Queste

³⁷ BIANCHI *et al.*, *The Evolution of Ownership and Control Structures in the Last 15 Years*, cit.

³⁸ Ricordiamo le numerose operazioni di fusione e acquisizione dal 2006 tra le quali spiccano l'acquisto di Antonveneta da parte di MPS, la fusione tra Sanpaolo IMI e Intesa, quella tra Bp di Verona e BPI con la formazione del Gruppo BP, la fusione tra Banca Lombarda e Piemontese e Banche Popolari Unite con la formazione del Gruppo UBI Banca e la fusione con incorporazione tra Unicredit e Capitalia.

³⁹ Banca Lombarda e Piemontese.

⁴⁰ Banche Popolari Unite.

⁴¹ ADAMS, MEHRAN (2005), *Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry*, cit.

considerazioni sono coerenti con le conclusioni di Dalton, Daily, Johnson e Ellstrand⁴², in riferimento al fatto che un CdA di maggiori dimensioni potrebbe possedere maggiori competenze e capacità di relazionarsi con l'ambiente. Non sembrano essere verificate quindi le tesi della letteratura prevalente sulla correlazione negativa tra dimensione del Consiglio e performance dell'impresa⁴³.

H2: Esistenza di una relazione positiva statisticamente significativa tra indipendenza del CdA⁴⁴ e performance della banca.

Ipotesi NON verificata.

Stesso discorso può esser fatto per la variabile esplicativa costituita dalla percentuale degli indipendenti che ha, coerentemente con la seconda ipotesi, coefficienti tutti positivi. Tuttavia neanche per questa variabile risulta dimostrata una relazione statisticamente significativa.

Una parte della letteratura internazionale prende in considerazione sia il ruolo sia la quota parte di amministratori indipendenti⁴⁵. Secondo la teoria dell'agenzia l'introduzione di tali componenti rappresenterebbe un meccanismo utile ad attenuare il conflitto d'interesse tra proprietà e controllo (*manager*) dell'impresa. Tuttavia molti studiosi pervengono alla conclusione che la componente indipendente dei Consigli risulti del tutto ininfluenza⁴⁶.

Una delle possibili spiegazioni a queste divergenze di risultati può partire dalla considerazione che di solito il coinvolgimento di consiglieri indipendenti risulta essere superiore durante situazioni particolarmente critiche da parte delle imprese e viene usato come meccanismo di segnalazione, nei confronti del mercato, della trasparenza e del maggior sforzo di un presidio sul sistema dei controlli interni (Carretta, Farina e Schweizer, 2006)⁴⁷. La rilevanza di tale argomento è sottolineata dalla molteplice previsione del requisito di indipendenza sia da parte del Codice di Autodisciplina che dal TUF e dalle Disposizioni di Vigilanza per le banche anche se con valenze

⁴² DALTON, DAILY, JOHNSON, *Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis*, cit.

⁴³ LIPTON, M., LORSH, J. (1992), JENSEN, M. (1993), HERMALIN, B.E., WEISBACH, M.S. (1991, 2003), YERMAK, D. (1996), EISBERG, TH., SUNDGREN, S., WELLS, M.T. (1998).

⁴⁴ Per ciò che riguarda l'incidenza dei componenti indipendenti nel sistema dualistico si fa riferimento al Consiglio di Gestione (funzione di supervisione strategica).

⁴⁵ Nel termine generico degli *outside directors* cioè soggetti non legati con l'impresa, scelti oltre che per il loro profilo professionale per la loro indipendenza di giudizio solitamente a tutela degli interessi degli investitori istituzionali.

⁴⁶ Ad esempio HERMALIN, WEISBACH, *Boards of Directors as an Endogenously-Determined Institution: A Survey of the Economic Literature*, cit.

⁴⁷ CARRETTA, FARINA, SCHWIZER, *Organizzazione e funzionamento dei CdA negli intermediari finanziari. Condizioni di efficacia, competenze e performance*, cit.

differenti. Comunque il ruolo di controllo degli indipendenti risulta oggi rafforzato in Italia. Mentre il TUF originariamente si concentrava sulla funzione di controllo del Collegio Sindacale, l'introduzione del Codice di Autodisciplina focalizzava l'attenzione sul controllo interno al CdA svolto dagli indipendenti. La nuova edizione del Codice⁴⁸ raccomanda (art. 3.C.3.) alle società del FTSE Mib di avere un CdA formato per almeno un terzo da indipendenti (con arrotondamento all'unità inferiore). L'analisi delle Relazioni sul governo societario delle banche quotate, ci dimostrano che in media le banche quotate hanno quote superiori di amministratori indipendenti rispetto al totale delle imprese quotate (45,61% rispetto a circa il 35%) e che quasi il 70% delle banche quotate sono già in linea con tale raccomandazione (comprese banche non appartenenti al FTSE Mib). 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 (in particolare per quelli di minoranza). Il ruolo degli indipendenti, comunque, non si risolve nel monitoraggio della gestione, dei controlli interni e dell'informazione finanziaria, ma in quanto amministratori essi partecipano anche alla formulazione delle strategie e delle decisioni aziendali. Ovviamente il comportamento degli azionisti di controllo potrebbe, nei fatti, esautorare il Consiglio attraverso l'imposizione di strategie aziendali proprie. Ma è qui che gli indipendenti dovrebbero far valere le proprie qualifiche, anche professionali, e non limitarsi a ratificare strategie e piani posti in essere dagli esecutivi, finalizzando il proprio intervento alla creazione della ricchezza per l'impresa e perciò per tutti gli azionisti.

L'introduzione degli amministratori indipendenti rafforza l'evoluzione del Consiglio di Amministrazione verso un *monitoring Board*. Al suo interno si realizza una chiara diversificazione del ruolo degli amministratori delegati rispetto alla restante componente degli amministratori deleganti; a questi ultimi sono assegnati la valutazione sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società e i controlli. L'introduzione della figura degli amministratori indipendenti per via normativa (almeno un membro secondo il TUF come modificato dalla Legge sul Risparmio 262/2005) se da un lato tradisce una mancanza di fiducia nell'autodisciplina, dall'altro manifesta la volontà di affermare i suoi istituti tipici.

I modi con cui la figura degli indipendenti è stata caratterizzata nella legge, tuttavia, sollevano rilevanti perplessità. In primo luogo, l'indipendenza degli amministratori è stata frettolosamente assimilata a quella dei componenti del

⁴⁸ Dicembre 2011.

collegio sindacale, senza tener conto delle peculiarità del ruolo di un amministratore nel Consiglio di Amministrazione. Mentre il membro del Collegio Sindacale svolge una funzione di controllo esterna all'impresa, un consigliere di amministrazione resta pur sempre partecipe della gestione attraverso le decisioni del Consiglio. La fissazione di identici requisiti non può non dar luogo a distonie. Inoltre, la definizione di indipendenza della Legge non coincide con quella dell'Autodisciplina, che definisce propri criteri di indipendenza e non utilizza il riferimento ai criteri validi per i sindaci.

H3: Esistenza di una relazione positiva statisticamente significativa tra il funzionamento dei comitati interni al CdA⁴⁹ e performance.

Ipotesi NON verificata.

Per quanto riguarda il legame con la presenza dei comitati consiliari i coefficienti maggiormente significativi (*p-value* più bassi anche se non statisticamente significativi) risultano quelli dei modelli *marked based* che indicano entrambi una relazione positiva in relazione alla performance. Tuttavia neanche questi risultati ci permettono di verificare l'ipotesi di partenza.

Si deve comunque sottolineare l'importanza riconosciuta alla formazione di tali istituti, raccomandati sia dal Codice di Autodisciplina che dalle Disposizioni di Vigilanza, al fine di agevolare, mediante un'attività istruttoria e consultiva, l'attività di quello che rimane l'unico organo amministrativo e cioè il Consiglio (CdA). La rilevanza funzionale di tali istituti sembra essere riconosciuta, dalla quasi totalità delle banche; queste hanno adottato soprattutto il Comitato Remunerazioni (l'86,36% delle quotate) e per il Controllo Interno (90%). Tuttavia, vista la mancanza di una correlazione significativamente positiva non possiamo concludere che l'istituzione anche degli altri comitati (su tutti quello relativo alle Nomine e quello Strategico) sia benefica in termini di performance aziendale.

3.2.5 Altre considerazioni

Possiamo concludere che le ipotesi di ricerca, nonostante vi siano segnali che confermano almeno il segno delle relazioni ipotizzate, non risultano essere verificate. Tuttavia nel modello *panel* con variabile dipendente la Q di Tobin, riscontriamo una relazione statisticamente significativa tra l'indicatore di performance e il numero di riunioni dei comitati consiliari e una con segno positivo con gli amministratori che ricoprono più di cinque incarichi in altre società (c.d. *Busy*).

⁴⁹ Nel sistema dualistico in riferimento al Consiglio di Gestione (funzione di supervisione strategica).

Al fine di verificare se tali relazioni siano realmente significative si è deciso di costituire un modello che considerasse solo le variabili risultate statisticamente significative (Modello 5 in allegato).

Il modello così esplicitato presenta ora tutte relazioni significative dal punto di vista del *p-value* e un buon adattamento ai dati osservati (R-quadro corretto = 0,674226). Il fatto che la statistica di Durbin Watson si discosti dal valore 2 (= 1,455)⁵⁰ è tuttavia compensato da un ρ molto vicino allo 0. Le relazioni suddette vengono riconfermate con lo stesso segno.

Basandoci anche sui risultati della letteratura internazionale sulla *corporate governance*, ci aspetteremmo che al crescere della frequenza delle riunioni dei comitati cresca anche la performance dell'impresa, poiché questi istituti dovrebbero avere un impatto sicuramente positivo nel perseguire un processo decisionale virtuoso in seno al Consiglio. Una possibile spiegazione relativa al legame di segno negativo, che si riscontra tra la performance e il numero di riunioni dei comitati, può derivare dalla necessità, per le imprese con basse performance, di effettuare un maggior numero di riunioni di carattere strategico, di controllo interno o per la nomina⁵¹ di nuovi *manager* (magari sostituiti per inefficacia). È quindi possibile che, spesso, tali istituzioni siano più orientate ad intraprendere azioni *ex post* relative a problemi di *governance* piuttosto che ad azioni proattive di indirizzo e di miglioramento continuo. Un'analisi più approfondita su tale aspetto potrebbe considerare le variabili di performance susseguenti (ritardate) per valutare l'impatto di questa maggiore attività dei comitati eliminando il possibile problema di endogeneità⁵².

Un risultato dell'analisi sembra particolarmente sorprendente: la relazione positiva tra amministratori con più di 5 cariche in altre società e performance bancaria. Tale relazione si palesa sia nelle matrici di correlazione tra le variabili di performance e quelle di *governance*, sia in tutti i modelli di tipo *panel*. Specificatamente nel modello *panel* relativo alla

⁵⁰ La statistica di DW è utilizzata per testare la presenza di correlazione tra due errori consecutivi (tra t e $t+1$, autocorrelazione di ordine 1). La statistica DW assume valori tra 0 e 4. In caso di assenza di correlazione seriale negli errori la DW teorica (nella popolazione) è pari a 2. Al crescere della correlazione tra t e $t+1$ la DW scende fino a raggiungere 0, quando la correlazione lineare tra gli errori consecutivi è pari a 1. Al decrescere della correlazione la DW cresce fino a raggiungere il valore di 4, quando la correlazione tra gli errori consecutivi è pari a -1.

⁵¹ Oltre al Comitato per il Controllo Interno, Nomine e Retribuzioni, espressamente previsti dal Codice di Autodisciplina, sono stati considerati tutti gli altri comitati consiliari istituiti tra i quali i più presenti risultano essere il Comitato Strategico e quello di Bilancio.

⁵² Imprese con peggiori performance (attuali o precedenti) possono necessitare di un maggior grado di controllo o di valutazione delle strategie.

Q di Tobin tale legame positivo è statisticamente significativo (p -value = 0,05460). Va tenuto comunque presente che quasi tutte le società del campione (eccetto 3: Mediobanca, BP, Finnat), coerentemente con il Codice e con le Disposizioni di Vigilanza⁵³, già fissano severi limiti nello Statuto (solitamente di 5 cariche per gli esecutivi e 10 per i non esecutivi) con un apposito 'Regolamento sul limite al cumulo di cariche', finalizzato all'efficace svolgimento del ruolo di amministratore. Quindi il problema dei troppi incarichi, che potrebbe incidere sulla mancanza di tempo e risorse per l'assolvimento dell'incarico di consigliere nella singola impresa, nelle banche sembra essere opportunamente limitato dalle previsioni del TUF⁵⁴ e di quelle statutarie (seguendo le Disposizioni di Vigilanza, nel rispetto dei limiti fissati dalla Consob) che determinano idonei confini da rispettare. Ciò premesso, dal legame positivo è possibile leggerne, seguendo anche l'intuizione di Fama e Jensen (1983)⁵⁵, un maggior grado di competenza di tali amministratori, poiché il cumulo di cariche in più Consigli di Amministrazione in capo ad un soggetto potrebbe riflettere la qualità delle sue capacità manageriali, segnalata dai successi delle imprese in cui ha servito come amministratore. Quindi una ragione di tale impatto positivo può esser riferita al fatto che le competenze e l'esperienza professionale dei singoli contribuiscano ad una migliore implementazione delle strategie aziendali attraverso processi decisionali che sono superiori in termini di efficienza ed efficacia: l'accumulo delle competenze può tradursi in diverse modalità di percepire ed attuare i processi aziendali. Un'altra chiave di lettura di questo fenomeno è ipotizzare che le banche potrebbero trovare utile partecipare ai CdA dei propri creditori, specialmente durante le fasi in cui la loro solvibilità si deteriora (come nelle fasi recessive del ciclo economico), per

⁵³ Art. 3, linee applicative, punto b): «Fermi restando gli obblighi posti dalla disciplina dettata per le banche quotate (21), in occasione della nomina degli esponenti aziendali, e nel continuo, devono essere accertati e valutati il numero di incarichi di analoga natura, ponendo particolare attenzione a quelli che richiedono un maggiore coinvolgimento nell'ordinaria attività aziendale. I limiti al cumulo degli incarichi devono essere oggetto di specifiche previsioni dello statuto o di regolamenti interni».

⁵⁴ Art. 148-bis, comma 1: «Con regolamento della Consob sono stabiliti limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo [...]. La Consob stabilisce tali limiti avendo riguardo all'onerosità e alla complessità di ciascun tipo di incarico, anche in rapporto alla dimensione della società, al numero e alla dimensione delle imprese incluse nel consolidamento, nonché all'estensione e all'articolazione della sua struttura organizzativa» (e relative disposizioni attuative in materia di limiti al cumulo degli incarichi. In via generale, cfr. anche art. 2400, comma 4, e 2409-quaterdecies, comma 1, c.c.).

⁵⁵ E. FAMA, M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in «Journal of Law and Economics», vol. 26, n. 2, 1983, pp. 301-325.

poter svolgere una più efficace azione di selezione e controllo, migliorando di conseguenza la performance. Per analisi future sarebbe interessante andare ad approfondire meglio tale aspetto anche evidenziando se questi incarichi sono ricoperti nello stesso settore (incrementando il condizionamento reciproco delle 'partecipazioni incrociate' o in settori diversi).

3.3 Conclusioni

Effettuando un'analisi utilizzando il modello per dati *'panel'* a effetti fissi, alternando come variabile dipendente quattro indicatori di performance selezionati, si è cercato di evidenziare, oltre al segno del legame, anche la sussistenza di relazioni statisticamente significative. Soprattutto l'utilizzo del modello *panel* ci permette di tener conto delle informazioni relative alla variabilità nel tempo dell'effetto individuale, ovvero delle 'caratteristiche specifiche' delle singole banche che possono variare nel tempo.

Analizzando i bilanci e i dati di mercato relativi al campione, sono state misurate le diverse variabili.

Le variabili esplicative del modello sono di due tipologie: le variabili di *governance* che sono state selezionate, su cui si vogliono testare le ipotesi di ricerca, e le variabili di *'controllo'* che dovrebbero esser in grado di differenziare le varie imprese in termini di dimensione (misurata con la *proxy* data dal logaritmo naturale del totale dell'attivo), adeguatezza patrimoniale (misurata con il *Tier 1 Capital Ratio*) e rischiosità (utilizzando come *proxy* la volatilità misurata su base annua).

La principale conclusione dell'analisi è la non sussistenza di una relazione di segno negativo statisticamente significativa tra dimensione dei Consigli e performance.

In generale i risultati ottenuti dall'analisi empirica svolta nel presente lavoro supportano in maniera debole le ipotesi di fondo di una correlazione tra le variabili di *governance* e gli indicatori di performance.

I coefficienti, seppur nel segno corrispondenti alle aspettative, non sono statisticamente significativi: le ipotesi non vengono verificate.

Un aspetto cruciale risulta la comprensione degli aspetti differenzianti l'intermediario finanziario rispetto alle altre categorie di aziende. Questa specialità deriva dalle caratteristiche proprie del settore come i fenomeni aggregativi, la predominanza dei gruppi societari, strutture organizzative complesse, ruolo delle fondazioni, presenza di partecipazioni incrociate, nonché da una forte incidenza del settore sul sistema paese, e quindi dalla necessità di una maggiore regolamentazione e di un maggior controllo

da parte dell'Autorità di Vigilanza. Proprio la peculiare regolamentazione del settore sembra incidere profondamente sulla *governance* adottata, che pare essere in linea con la migliore prassi internazionale, in particolare in riferimento al numero degli amministratori non esecutivi e indipendenti e all'istituzione dei comitati.

Risulta opportuno, però, fare alcune precisazioni utili per condurre ad una corretta interpretazione dei risultati conseguiti. In primo luogo si deve considerare che le performance aziendali sono influenzate da numerose variabili interne ed esterne all'impresa, tra cui (anche ma non solo) le variabili di *governance*; di conseguenza qualsiasi tentativo di identificare una forte correlazione tra questa variabile e la performance rischia di fornire risultati poco significativi. In altre parole le buone scelte di *governance* sono una condizione importante ma non sufficiente per conseguire performance superiori a quelle dei concorrenti. Inoltre l'adozione di efficaci meccanismi di governo societario può dipendere da virtuose condizioni di redditività delle banche piuttosto che causarle: le banche con migliori performance possono adottare migliori pratiche di *governance* per segnalare al mercato la propria condizione di efficienza gestionale. Infine proprio la peculiare regolamentazione del settore incide profondamente sulla *governance* adottata, che sembra essere in linea con la migliore prassi internazionale (in particolare in riferimento al numero degli amministratori non esecutivi e indipendenti e all'istituzione dei comitati).

Chi scrive suggerisce, per ulteriori sviluppi dell'analisi, di tenere presente anche l'eventuale endogeneità della *governance* rispetto alla performance, prendendo in considerazione gli indicatori di quest'ultima con riferimento all'esercizio successivo rispetto alle variabili di *governance*. Inoltre si invita a prendere in esame un numero maggiore di imprese, magari includendo nell'analisi anche società non quotate, osservate in un maggiore arco temporale. Proprio l'analisi di un campione di maggiori dimensioni, comprensivo di imprese meno vincolate all'adesione dei principi del Codice di Autodisciplina (anche se secondo il principio del *comply or explain*), potrebbe darci maggiori informazioni soprattutto in riferimento all'impatto degli amministratori indipendenti e dei Comitati in seno al CdA.

TABELLE

Tab. 1 – Indicatori di performance

	BP	MPS	BPM	INTESA	MEDIOBANCA	UBI	UNICREDIT	B. GENERALI	B. PROFILO
ROA	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007	0,0051	0,0089	0,0077	0,0128	0,0167	0,0081	0,0065	0,0036	0,0044
2008	-0,0025	0,0044	0,0018	0,0040	0,0159	0,0012	0,0038	0,0020	-0,0331
2009	0,0019	0,0010	0,0023	0,0045	0,0000	0,0023	0,0018	0,0164	0,0016
2010	0,0025	0,0041	0,0021	0,0041	0,0053	0,0013	0,0018	0,0227	0,0020
2011	0,0167	-0,0195	-0,0120	0,0127	0,0050	-0,0142	-0,0095	0,0170	0,0005

	B. INTERM	B. CARIGE	B. DESIO	CREDEM	CR. VALTEL	IFIS	FINNAT	BP E c L	
ROA	10	11	12	13	14	15	16	17	MEDIA
2007	0,0308	0,0077	0,0227	0,0095	0,0059	0,0153	0,1812	0,0059	2,08%
2008	-0,0169	0,0067	0,0084	0,0052	0,0051	0,0168	-0,0694	0,0021	-0,26%
2009	0,0021	0,0058	0,0065	0,0034	0,0035	0,0087	0,0082	-0,0010	0,41%
2010	0,0027	0,0044	0,0065	0,0026	0,0031	0,0066	0,0083	0,0005	0,47%
2011	0,0039	-0,0042	0,0055	0,0031	0,0023	0,0068	0,0053	0,0024	-0,17%
									0,5

	BP	MPS	BPM	INTESA	MEDIOBANCA	UBI	UNICREDIT	B. GENERALI	B. PROFILO
ROE	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007	0,0595	0,1608	0,0932	0,1405	0,1224	0,0761	0,1070	0,0735	0,0801
2008	-0,0297	0,0617	0,0245	0,0510	0,1492	0,0120	0,0689	0,0420	-1,6290
2009	0,0213	0,0129	0,0256	0,0522	0,0003	0,0233	0,0271	0,2442	0,0149
2010	0,0278	0,0566	0,0279	0,0495	0,0587	0,0144	0,0243	0,3071	0,0234
2011	-0,2378	-0,4262	-0,1529	-0,1702	0,0532	-0,1872	-0,1614	0,2948	-0,0074

	B. INTERM	B. CARIGE	B. DESIO	CREDEM	CR. VALTEL	IFIS	FINNAT	BP E c L	
ROE	10	11	12	13	14	15	16	17	MEDIA
2007	0,1815	0,0742	0,2759	0,1617	0,0569	0,1458	0,3833	0,0907	13,43%
2008	-0,1604	0,0595	0,0897	0,0889	0,0588	0,1489	-0,1873	0,0265	-6,62%
2009	0,0178	0,0542	0,0705	0,0481	0,0396	0,1105	0,0272	-0,0149	4,56%
2010	0,0220	0,0474	0,0678	0,0433	0,0357	0,0901	0,0243	0,0074	5,46%
2011	0,0362	-0,0656	0,0592	0,0585	0,0312	0,1352	0,0180	0,0395	-3,24%
									2,72

	BP	MPS	BPM	INTESA	MEDIOBANCA	UBI	UNICREDIT	B. GENERALI	B. PROFILO
Q DI TOBIN	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007	0,989	1,000	1,006	1,020	0,977	0,992	1,013	1,132	1,044
2008	0,953	0,965	0,962	0,965	0,996	0,959	0,967	1,035	1,007
2009	0,936	0,953	0,956	0,974	1,018	0,952	0,975	1,169	1,170
2010	0,928	0,947	0,961	0,954	0,986	0,941	0,960	1,191	1,064
2011	0,943	0,966	0,941	0,957	0,957	0,946	0,954	1,118	1,022

	B. INTERM	B. CARIGE	B. DESIO	CREDEM	CR. VALTEL	IFIS	FINNAT	BP e L	
Q DI TOBIN	10	11	12	13	14	15	16	17	MEDIA
2007	1,184	1,050	0,995	1,043	0,980	1,114	1,195	0,994	1,0429
2008	1,012	0,976	0,975	0,980	0,961	1,058	1,050	0,960	0,9871
2009	1,027	0,977	0,968	0,997	0,958	1,048	1,077	0,959	1,0067
2010	1,074	0,971	0,961	0,991	0,944	1,028	1,011	0,955	0,9920
2011	1,008	-0,995	0,948	0,976	0,942	1,004	0,881	0,946	0,9708
									1,00

	BP	MPS	BPM	INTESA	MEDIOBANCA	UBI	UNICREDIT	B. GENERALI	B. PROFILO
MKTtoBOOKratio	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007	0,87	1,01	1,07	1,22	0,83	0,93	1,21	3,68	1,79
2008	0,45	0,50	0,50	0,56	0,96	0,59	0,41	1,76	1,36
2009	0,28	0,39	0,51	0,70	1,23	0,52	0,63	3,51	2,54
2010	0,18	0,27	0,48	0,44	0,84	0,35	0,45	3,59	1,74
2011	0,18	0,25	0,24	0,42	0,54	0,29	0,23	3,05	1,31

	B. INTERM	B. CARIGE	B. DESIO	CREDEM	CR. VALTEL	IFIS	FINNAT	BP e L	
MKTtoBOOKratio	10	11	12	13	14	15	16	17	MEDIA
2007	2,09	1,48	0,94	1,74	0,80	2,08	1,41	0,91	1,4154
2008	1,12	0,78	0,73	0,65	0,55	1,51	1,13	0,50	0,8271
2009	1,23	0,78	0,65	0,96	0,53	1,61	1,26	0,41	1,0435
2010	1,59	0,69	0,59	0,85	0,34	1,38	1,03	0,32	0,8901
2011	1,07	0,92	0,44	0,55	0,22	1,09	0,60	0,12	0,6782
									0,97

Tab. 2 – Indicatori di performance

a) Variabili di *governance*

	BP	MPS	BPM	INTESA	MEDIOBANCA	UBI	UNICREDIT	B. GENERALI	B. PROFILO
DimCDA07	13,000	10,000	20,000	11,000	19,000	10,000	23,000	10,000	10
DimCDA08	12,000	10,000	20,000	11,000	6,000	12,000	23,000	10,000	10
DimCDA09	12,000	12,000	18,000	11,000	23,000	11,000	23,000	10,000	11
DimCDA10	12,000	12,000	16,000	9,000	21,000	10,000	23,000	10,000	10
DimCDA11	12,000	12,000	18,000	9,000	21,000	11,000	20,000	10,000	11
Riunioni 07	17	29	22	18	8	23	13	12	11
Riunioni 08	33	32	21	18	17	31	14	12	24
Riunioni 09	28	30	15	15	6	20	12	15	20
Riunioni 10	26	28	19	25	9	20	17	12	11
Riunioni 11	26	27	26	22	9	31	14	12	11
INDIP 07	0,70	0,9000	0,4500	0,74	0,2105	1,00	0,6957	0,3000	0,1
INDIP 08	0,80	0,9000	0,3500	0,84	0,3500	1,0000	0,7391	0,3000	0,1
INDIP 09	0,8500	0,1667	0,4444	0,8421	0,2174	1,0000	0,7826	0,4000	0,1818
INDIP 10	0,8500	0,2500	0,4375	0,9500	0,2381	1,0000	0,7391	0,4000	0,3
INDIP 11	0,8400	0,2500	0,3333	0,9500	0,2381	1,0000	0,7000	0,4000	0,2727
n IND 07	7	9	9	14	4	23	16	3	1
n IND 08	12	9	7	16	7	23	17	3	1
n IND 09	17	2	8	16	5	23	18	4	2
n IND 10	17	3	7	18	5	23	17	4	3
n IND 11	16	3	6	18	5	23	14	4	3
Busy 07	0,6923	0,2000	0,1500	0,0909	0,2632	0,4000	0,2174	0,5000	0,1
Busy 08	0,5000	0,3000	0,2000	0,1818	0,1667	0,3333	0,3913	0,5000	0,1
Busy 09	0,3333	0,3333	0,1111	0,1818	0,4348	0,2727	0,2609	0,4000	0,09
Busy 10	0,3333	0,1667	0,1250	0,1111	0,4762	0,3000	0,3913	0,5000	0,4
Busy 11	0,3333	0,1667	0,2778	0,0000	0,4762	0,1818	0,3500	0,2000	0,3636
nCom.ti 07	1	2	2	5	3	4	4	2	0
nCom.ti 08	3	2	2	5	4	4	4	2	0
nCom.ti 09	5	4	4	5	3	4	4	2	1
nCom.ti 10	5	4	4	5	3	4	4	2	1
nCom.ti 11	4	4	2	6	3	4	4	2	1
rCom.tl 07	23,00	14,00	23,00	73,00	10,00	24,00	36,00	12,00	0
rCom.tl 08	62,00	20,00	23,00	81,00	22,00	52,00	41,00	10,00	0
rCom.tl 09	99,00	28,00	58,00	81,00	9,00	49,00	38,00	12,00	1
rCom.tl 10	101,00	28,00	94,00	95,00	17,00	55,00	46,00	13,00	5
rCom.tl 11	98,00	28,00	58,00	114,00	17,00	55,00	52,00	16,00	5
WOM07	0,08	0,10	0,05	0,00	0,05	0,00	0,00	0,00	0,1
WOM08	0,00	0,10	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,1
WOM09	0,00	0,08	0,00	0,00	0,09	0,00	0,09	0,00	0
WOM10	0,00	0,08	0,00	0,00	0,10	0,00	0,09	0,00	0
WOM11	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,00	0,10	0,00	0

NB Dati CdSorveglianza

	B. INTERM	B. CARIGE	B. DESIO	CREDEM	CR. VALTEL	IFIS	FINNAT	BP E e L	MEDIA
DimCDA07	11,000	18,000	11,000	14,000	14,000	8,000	11,000	17,000	13,5
DimCDA08	10,000	18,000	14,000	14,000	15,000	8,000	11,000	16,000	12,9
DimCDA09	13,000	17,000	13,000	14,000	15,000	8,000	11,000	15,000	13,9
DimCDA10	11,000	18,000	13,000	13,000	15,000	9,000	11,000	15,000	13,4
DimCDA11	11,000	18,000	12,000	14,000	15,000	9,000	13,000	15,000	13,4
Riunioni 07	15	14	15	11	17	11	9	15	15,3
Riunioni 08	16	13	12	14	15	13	10	17	18,4
Riunioni 09	16	16	15	13	14	16	12	19	16,6
Riunioni 10	12	13	15	13	15	14	9	17	16,2
Riunioni 11	13	14	15	14	16	17	10	13	17,1
INDIP 07	0,1818	0,3889	0,3077	0,6429	0,5000	0,5000	0,2727	0,3529	48,49%
INDIP 08	0,2000	0,3889	0,2857	0,1429	0,6667	0,2500	0,1818	0,4375	46,67%
INDIP 09	0,3077	0,2941	0,3077	0,2143	0,4000	0,2500	0,2727	0,5333	43,91%
INDIP 10	0,1818	0,3333	0,3077	0,2308	0,4667	0,4444	0,2727	0,5333	46,68%
INDIP 11	0,1818	0,3333	0,3077	0,2143	0,4667	0,4444	0,3000	0,3333	44,50%
n IND 07	2	7	3	9	7	4	3	6	7,4932
n IND 08	2	7	4	2	10	2	2	7	7,7059
n IND 09	4	5	4	3	6	2	3	8	7,6471
n IND 10	2	6	4	3	7	4	3	8	7,8824
n IND 11	2	6	4	3	7	4	3	5	7,3937
Busy 07	0,3636	0,1667	0,1818	0,2857	0,0000	0,0000	0,3636	0,2353	24,77%
Busy 08	0,3000	0,0556	0,0714	0,2857	0,0000	0,0000	0,2727	0,3750	23,73%
Busy 09	0,3846	0,1176	0,1538	0,2857	0,0000	0,0000	0,4545	0,2667	24,01%
Busy 10	0,0909	0,0556	0,1538	0,2308	0,0000	0,1111	0,2727	0,2667	23,44%
Busy 11	0,0909	0,1111	0,0000	0,2143	0,0000	0,1111	0,0000	0,1333	17,71%
nCom.ti 07	3	2	2	0	3	2	2	2	2,2941
nCom.ti 08	2	2	2	0	3	1	2	2	2,3529
nCom.ti 09	2	3	2	3	3	2	2	2	3,0000
nCom.ti 10	2	3	3	4	3	2	2	2	3,1177
nCom.ti 11	2	3	3	3	3	2	3	2	3,0000
rCom.tl 07	15,00	10,00	10,00	0,00	13,00	9,00	7,00	7,00	16,8235
rCom.tl 08	11,00	12,00	15,00	0,00	13,00	7,00	6,00	9,00	22,5882
rCom.tl 09	9,00	18,00	17,00	32,00	17,00	9,00	9,00	9,00	29,1176
rCom.tl 10	10,00	21,00	14,00	41,00	19,00	11,00	10,00	10,00	34,7059
rCom.tl 11	14,00	20,00	23,00	43,00	22,00	15,00	11,00	10,00	35,3529
WOM07	0,09	0,06	0,00	0,00	0,00	0,13	0,00	0,00	3,8%
WOM08	0,10	0,06	0,00	0,00	0,00	0,13	0,00	0,00	3,1%
WOM09	0,08	0,06	0,00	0,00	0,00	0,13	0,00	0,07	3,4%
WOM10	0,00	0,06	0,00	0,00	0,00	0,12	0,00	0,07	3,6%

b) Variabili di controllo e altre grandezze

dati in 1x1000€	BP	MPS	BPM	INTESA	MEDIOBANCA	UBI	UNICREDIT	B. GENERALI	B. PROFILO
ATT 07	128.392.741	161.984.000	43.627.027	572.902.000	57.839.702	121.491.566	1.021.758.369	4.211.318	2.401.993
ATT 08	121.327.230	213.795.977	45.038.721	636.133.000	64.468.085	121.955.685	1.045.611.549	4.068.028	2.362.025
ATT 09	135.709.091	224.814.978	44.281.457	624.844.000	73.890.480	121.313.223	928.759.671	3.988.116	1.479.625
ATT 10	135.156.672	239.161.753	53.957.440	659.757.000	76.342.092	130.558.569	929.487.555	3.807.888	1.978.193
ATT 11	134.126.618	240.701.971	51.931.027	639.221.000	75.391.501	129.803.692	926.768.744	4.548.889	1.771.806
In ATT 07	18,67	18,90	17,59	20,17	17,87	18,62	20,74	15,25	14,69
In ATT 08	18,61	19,18	17,62	20,27	17,98	18,62	20,77	15,22	14,68
In ATT 09	18,73	19,23	17,61	20,25	18,12	18,62	20,65	15,20	14,21
In ATT 10	18,72	19,29	17,80	20,31	18,15	18,69	20,65	15,15	14,50
In ATT 11	18,71	19,30	17,77	20,28	18,14	18,68	20,65	15,33	14,39
Mkt Cap 07	9.651.410	9.006.680	3.846.540	63.950.850	6.574.900	11.973.760	75.506.810	764.630	236.800
Mkt Cap 08	4.539.470	7.603.840	1.690.930	27.902.340	6.574.900	7.231.480	23.642.420	333.170	65.330
Mkt Cap 09	3.376.930	6.824.150	2.065.830	37.507.330	7.160.880	6.431.510	39.515.960	941.290	415.630
Mkt Cap 10	2.186.770	4.728.690	1.904.530	24.199.740	5.757.550	4.212.540	30.262.260	1.008.490	295.640
Mkt Cap 11	1.724.210	2.720.060	980.420	19.982.370	3.798.880	2.815.020	12.364.340	801.290	163.940
PN 07	11.074.788	8.939.179	3.597.952	52.349.000	7.891.148	12.897.976	62.396.914	207.967	132.192
PN 08	10.187.654	15.103.089	3.388.582	50.054.000	6.863.870	12.263.844	58.240.392	188.925	47.925
PN 09	12.112.212	17.436.000	4.021.762	53.771.000	5.809.303	12.349.590	62.891.912	268.481	163.707
PN 10	11.940.395	17.426.049	3.983.517	54.600.000	6.834.499	11.941.779	67.703.225	281.219	169.823
PN 11	9.423.308	11.001.737	4.062.611	47.758.000	7.027.819	9.837.947	54.797.579	262.421	124.768
RWA 07	92.537.703	113.400.000	35.010.812	371.532.000	50.113.542	97.911.821	558.693.363	1.419.368	986.936
RWA 08	73.907.425	132.408.330	34.316.639	383.072.000	55.081.146	89.891.825	452.388.000	1.441.138	714.938
RWA 09	92.623.236	120.899.275	34.237.625	361.648.000	52.737.482	85.677.000	452.388.000	1.702.713	584.888
RWA 10	94.877.901	109.238.200	37.034.274	332.158.000	53.425.956	94.360.909	454.850.000	1.695.875	652.257
RWA 11	90.034.238	105.189.030	45.816.550	325.206.000	55.025.457	91.010.213	460.395.000	1.841.825	664.100
tier1CR 07	5,16%	6,10%	7,22%	6,50%	12,28%	7,44%	6,55%	12,19%	10,20%
tier1CR 08	6,39%	5,10%	6,47%	7,10%	10,29%	7,73%	8,63%	9,04%	6,12%
tier1CR 09	7,69%	7,52%	7,85%	8,40%	10,30%	7,96%	9,49%	9,75%	27,13%
tier1CR 10	7,16%	8,37%	7,07%	9,40%	11,09%	7,47%	9,46%	10,95%	25,30%
tier1CR 11	8,34%	11,07%	8,02%	11,50%	11,19%	9,09%	9,32%	11,12%	21,90%
TOT CR 07	8,72%	8,88%	9,44%	9,00%	16,18%	10,22%	10,11%	12,55%	10,20%
TOT CR 08	10,57%	9,30%	7,66%	10,20%	11,87%	11,08%	12,02%	12,14%	6,12%
TOT CR 09	10,75%	11,89%	8,62%	11,80%	11,82%	11,91%	12,88%	12,08%	27,22%
TOT CR 10	10,70%	12,95%	7,78%	13,20%	12,97%	11,17%	12,68%	13,28%	25,40%
TOT CR 11	11,69%	15,69%	8,60%	14,30%	14,36%	13,50%	12,37%	12,84%	21,90%
VOL annua 07	34,19%	28,43%	23,02%	17,59%	17,22%	15,48%	23,54%	26,72%	20,52%
VOL annua 08	46,59%	40,47%	44,10%	52,47%	29,38%	30,93%	51,12%	39,94%	45,94%
VOL annua 09	59,66%	36,81%	36,68%	47,30%	33,99%	39,87%	55,38%	52,25%	98,78%
VOL annua 10	34,19%	28,43%	31,63%	33,97%	27,84%	27,03%	35,48%	26,72%	28,31%
VOL annua 11	44,08%	44,01%	52,43%	52,53%	33,90%	43,38%	50,11%	31,95%	29,59%

dati in 1x1000€	B. INTERM	B. CARIGE	B. DESIO	CREDEM	CR. VALTEL	IFIS	FINNAT	BP E e L	MEDIA
ATT 07	3.114.315	27.463.676	8.079.122	26.232.530	17.228.262	1.275.404	472.114	8.550.115	129.824.958
ATT 08	3.662.742	31.986.445	7.521.232	30.136.095	23.579.413	1.359.404	470.365	9.059.834	138.972.696
ATT 09	3.437.621	36.299.374	8.308.780	26.439.041	24.895.771	1.973.411	577.472	10.209.262	133.660.081
ATT 10	3.290.633	40.009.957	8.163.010	29.998.234	26.760.794	2.802.119	516.470	10.902.846	138.391.190
ATT 11	3.714.021	44.860.061	8.359.795	31.097.308	28.411.490	3.914.171	580.380	11.534.308	137.455.105
In ATT 07	14,95	17,13	15,90	17,08	16,66	14,06	13,06	15,96	16,90
In ATT 08	15,11	17,28	15,83	17,22	16,98	14,12	13,06	16,02	16,98
In ATT 09	15,05	17,41	15,93	17,09	17,03	14,50	13,27	16,14	17,00
In ATT 10	15,01	17,50	15,92	17,22	17,10	14,85	13,15	16,20	17,07
In ATT 11	15,13	17,62	15,94	17,25	17,16	15,18	13,27	16,26	17,12
Mkt Cap 07	1.103.180	4.233.590	628.830	2.677.590	1.440.800	279.100	315.380	503.270	11.334.984
Mkt Cap 08	430.180	2.799.670	510.800	1.137.260	1.123.770	231.780	197.950	357.070	5.080.727
Mkt Cap 09	496.960	3.016.550	495.900	1.779.000	1.172.000	250.300	219.270	296.110	6.586.212
Mkt Cap 10	652.960	2.566.360	467.200	1.532.910	778.120	284.220	182.300	229.110	4.779.376
Mkt Cap 11	432.380	2.652.200	343.960	916.450	473.610	213.300	102.870	84.480	2.974.693
PN 07	528.738	2.862.376	665.928	1.542.500	1.793.589	133.995	223.164	554.530	9.870.114
PN 08	385.004	3.576.127	701.321	1.753.206	2.032.923	153.106	174.416	719.895	9.754.958
PN 09	403.504	3.853.001	761.319	1.850.011	2.224.504	155.839	174.624	713.699	10.527.086
PN 10	410.128	3.736.946	788.018	1.803.531	2.286.850	206.613	176.558	722.945	10.883.064
PN 11	402.913	2.875.626	775.966	1.651.753	2.135.506	196.282	172.167	704.717	9.012.384
RWA 07	2.888.403	17.967.100	5.551.487	16.220.933	13.666.012	971.539	361.964	6.350.775	81.501.750
RWA 08	3.161.000	19.096.988	6.074.898	18.680.287	16.751.888	1.337.663	453.338	7.686.047	76.262.562
RWA 09	2.678.000	19.812.888	6.372.064	17.503.762	19.286.000	1.652.319	565.462	8.140.473	75.206.424
RWA 10	2.366.000	21.887.400	6.246.853	16.676.353	21.143.000	1.796.910	530.076	7.983.473	73.936.673
RWA 11	2.537.000	23.132.074	6.192.708	16.802.300	21.286.000	1.919.928	420.844	8.012.983	73.851.074
tier1CR 07	11,76%	7,81%	9,94%	8,9%	10,28%	12,60%	47,10%	7,70%	11,11%
tier1CR 08	7,79%	7,91%	13,08%	10,95%	6,49%	10,80%	34,90%	7,60%	9,79%
tier1CR 09	9,87%	7,90%	9,81%	8,10%	6,62%	9,20%	26,10%	7,50%	10,66%
tier1CR 10	11,47%	6,70%	10,99%	8,60%	6,31%	11,49%	27,90%	7,90%	11,04%
tier1CR 11	10,62%	7,40%	10,72%	8,70%	7,28%	11,17%	31,80%	7,90%	11,60%
TOT CR 07	16,62%	9,19%	10,42%	9,40%	13,73%	12,60%	38,80%	11,80%	12,82%
TOT CR 08	12,42%	10,56%	14,00%	14,88%	9,98%	10,40%	34,90%	10,60%	12,28%
TOT CR 09	15,71%	10,00%	10,49%	11,10%	9,27%	8,90%	26,10%	10,50%	13,00%
TOT CR 10	17,00%	9,10%	12,37%	11,30%	9,52%	11,28%	27,90%	11,10%	13,51%
TOT CR 11	15,68%	10,10%	11,77%	11,60%	10,62%	10,82%	31,80%	11,20%	14,05%
VOL annua 07	12,03%	19,32%	23,46%	19,99%	15,07%	16,55%	19,96%	19,93%	20,77%
VOL annua 08	25,49%	41,61%	33,96%	35,52%	30,28%	30,45%	35,62%	33,48%	38,08%
VOL annua 09	25,59%	26,40%	25,49%	46,65%	26,67%	29,98%	35,91%	37,38%	42,05%
VOL annua 10	16,32%	22,21%	18,10%	28,89%	27,73%	35,81%	19,30%	24,10%	27,42%
VOL annua 11	26,30%	33,84%	22,41%	38,89%	27,73%	17,48%	25,61%	31,21%	35,61%

Tab. 3 – Matrici di correlazione

ROA								
CORR	DIMENSIO	RIUNIONI	INDIPEND	N IND	%BUSY	COMITATI	RIUNIONI	WOM
2007	-0,18452	-0,31641	-0,25958	-0,24793	0,151932	-0,01772	-0,14411	-0,17605
2008	0,123571	0,083458	0,328787	0,300949	-0,12953	0,245821	0,223703	-0,03928
2009	-0,4691	-0,20519	-0,15539	-0,27141	0,020135	-0,30511	-0,1993	-0,20677
2010	-0,26194	-0,30009	-0,21924	-0,31334	0,353262	-0,31011	-0,28791	-0,02798
2011	-0,0514	-0,82232	-0,55636	-0,62372	-0,19815	-0,59959	-0,69546	0,284223
ROE								
CORR	DIMENSIO	RIUNIONI	INDIPEND	N IND	%BUSY	COMITATI	RIUNIONI	WOM
2007	-0,28218	-0,23304	-0,22664	-0,28902	0,003157	-0,03702	-0,12972	-0,14226
2008	0,173281	-0,20031	0,339708	0,294476	0,13796	0,44022	0,249571	-0,37286
2009	-0,39402	-0,13948	-0,09343	-0,2062	-0,0259	-0,22641	-0,13797	-0,13972
2010	-0,22886	-0,18404	-0,14636	-0,24772	0,357021	-0,2238	-0,21063	0,03455
2011	-0,05711	-0,74574	-0,41317	-0,48558	-0,1551	-0,58679	-0,56796	0,293756
Q DI TOBIN								
CORR	DIMENSIO	RIUNIONI	INDIPEND	N IND	%BUSY	COMITATI	RIUNIONI	WOM
2007	-0,40385	-0,41181	-0,43086	-0,44713	0,175907	-0,11136	-0,20621	0,164956
2008	-0,52144	-0,5045	-0,64759	-0,64632	-0,13429	-0,41049	-0,5075	0,370788
2009	-0,33555	-0,22807	-0,43687	-0,48422	0,139852	-0,69141	-0,54173	-0,08697
2010	-0,33854	-0,55467	-0,41239	-0,48978	0,381296	-0,65104	-0,47617	-0,04511
2011	-0,21965	-0,2435	-0,19025	-0,26499	0,175182	-0,40582	-0,26827	0,152368
M-t-B Ratio								
CORR	DIMENSIO	RIUNIONI	INDIPEND	N IND	%BUSY	COMITATI	RIUNIONI	WOM
2007	-0,37044	-0,36222	-0,34349	-0,37305	0,188792	-0,22018	-0,19076	0,10437
2008	-0,57464	-0,39051	-0,63088	-0,62908	-0,11111	-0,43468	-0,49806	0,381593
2009	-0,32732	-0,22344	-0,36995	-0,43094	0,124824	-0,61269	-0,47967	-0,07731
2010	-0,34093	-0,52885	-0,3569	-0,44176	0,412605	-0,60816	-0,44216	-0,04467
2011	-0,34418	-0,40503	-0,24218	-0,34564	0,036641	-0,45008	-0,37164	0,063632

Tab. 4 – Modelli per dati *panel*

Modello 1: Effetti fissi, usando 85 osservazioni
 Includere 17 unità *cross section*
 Lunghezza serie storiche = 5
 Variabile dipendente: Q di TOBIN

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>Rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	2,62491	0,591545	4,4374	0,00004	***
DIMBOARD	<u>-0,00693832</u>	0,0475102	-0,146	0,88441	
LNRIUNIONIBOARD	0,0157458	0,0320085	0,4919	0,62466	
INDIPENDENTI	<u>0,0095642</u>	0,0433559	0,2206	0,82619	
BUSY	0,107677	0,0548684	1,9625	0,0546	*
NONESECUTIVI	0,00618886	0,0388998	0,1591	0,87415	
LNCOMITATI	<u>0,0285177</u>	0,0279803	1,0192	0,31241	
LNRIUNIONICOM	<u>-0,0221026</u>	0,0124112	-1,7809	0,08026	*
TIER1CAPRATIO	0,463731	0,166463	2,7858	0,00724	***
VOLATILITÀ	-0,0391437	0,045307	-0,864	0,39123	
WOM	0,0339712	0,192655	0,1763	0,86066	
DIMBANCA	-0,0990286	0,0350157	-2,8281	0,00645	***

Media var. dipendente	1,000874		SQM var. dipendente	0,066286
Somma quadr. residui	0,087958		E.S. della regressione	0,039283
<u>R-quadro</u>	<u>0,76168</u>		R-quadro corretto	0,648792
F(27, 57)	6,747203		<i>p-value</i> (F)	8,12E-10
Log-verosimiglianza	171,5158		Criterio di Akaike	-287,0316
Criterio di Schwarz	-218,6374		Hannan-Quinn	-259,5216
rho	0,022119		Durbin-Watson	1,446401

Test per la differenza delle intercette di gruppo -
 Ipotesi nulla: i gruppi hanno un'intercetta comune
 Statistica test: $F(16, 57) = 4,18226$
 con $p\text{-value} = P(F(16, 57) > 4,18226) = 3,04714e-005$

Modello 2: Effetti fissi, usando 85 osservazioni
 Includo 17 unità *cross section*
 Lunghezza serie storiche = 5
 Variabile dipendente: M-t-B Ratio

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>Rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	18,1781	7,06558	2,5728	0,01272	**
DIMBOARD	<u>-0,0760187</u>	0,567476	-0,134	0,89391	
LNRIUNIONIBOARD	-0,0171613	0,382319	-0,0449	0,96435	
INDIPENDENTI	<u>0,679345</u>	0,517856	1,3118	0,19483	
BUSY	0,347535	0,655364	0,5303	0,59797	
NONESECUTIVI	0,273276	0,46463	0,5882	0,55875	
LNCOMITATI	<u>0,191887</u>	0,334205	0,5742	0,56812	
LNRIUNIONICOM	-0,273276	0,148243	-1,5419	0,12864	
DIMBANCA	-1,00025	0,418237	-2,3916	0,0201	**
TIER1CAPRATIO	3,60906	1,98828	1,8152	0,07476	*
VOLATILITÀ	-1,00899	0,54116	-1,8645	0,0674	*
WOM	-0,211373	2,30113	-0,0919	0,92713	

Media var. dipendente	1,074413		SQM var. dipendente	0,969845
Somma quadr. residui	12,54867		E.S. della regressione	0,469204
<u>R-quadro</u>	0,841177		R-quadro corretto	0,765945
F(27, 57)	11,18111		<i>p-value</i> (F)	2,52E-14
Log-verosimiglianza	-39,30571		Criterio di Akaike	134,6114
Criterio di Schwarz	203,0057		Hannan-Quinn	162,1215
rho	-0,117593		Durbin-Watson	1,902498

Test per la differenza delle intercette di gruppo -
 Ipotesi nulla: i gruppi hanno un'intercetta comune
 Statistica test: $F(16, 57) = 7,86074$
 con $p\text{-value} = P(F(16, 57) > 7,86074) = 2,31795e-009$

Modello 3: Effetti fissi, usando 85 osservazioni
 Includere 17 unità *cross section*
 Lunghezza serie storiche = 5
 Variabile dipendente: **ROE**

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>Rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	1,30834	2,90452	0,4504	0,6541	
<u>DIMBOARD</u>	-0,278606	0,233278	-1,1943	0,2373	
LNRIUNIONIBOARD	-0,318991	0,157164	-2,0297	0,04707	**
<u>INDIPENDENTI</u>	0,297873	0,21288	1,3993	0,16716	
BUSY	0,143981	0,269407	0,5344	0,59512	
NONESECUTIVI	0,162321	0,191	0,8498	0,39896	
<u>LNCOMITATI</u>	-0,0602796	0,137385	-0,4388	0,66249	
LNRIUNIONICOM	0,0322917	0,0609398	0,5299	0,59824	
TIERICAPRATIO	2,62883	0,817343	3,2163	0,00214	***
VOLATILITÀ	-0,295521	0,22246	-1,3284	0,18933	
WOM	-0,110542	0,945948	-0,1169	0,90738	
DIMBANCA	-0,0106432	0,171929	-0,0619	0,95086	

Media var. dipendente	0,037114		SQM var. dipendente	0,235511
Somma quadr. residui	2,120557		E.S. della regressione	0,19288
<u>R-quadro</u>	<u>0,544855</u>		R-quadro corretto	0,32926
F(27, 57)	2,527213		<i>p-value</i> (F)	0,001646
Log-verosimiglianza	36,25656		Criterio di Akaike	-16,51313
Criterio di Schwarz	51,88111		Hannan-Quinn	10,99695
rho	-0,36072		Durbin-Watson	2,163976

Test per la differenza delle intercette di gruppo -
 Ipotesi nulla: i gruppi hanno un'intercetta comune
 Statistica test: $F(16, 57) = 1,87611$
 con $p\text{-value} = P(F(16, 57) > 1,87611) = 0,0425842$

Modello 4: Effetti fissi, usando 85 osservazioni
 Includere 17 unità *cross section*
 Lunghezza serie storiche = 5
 Variabile dipendente: ROA

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>Rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	0,672021	0,42894	1,5667	0,12272	
DIMBOARD	<u>-0,0486738</u>	0,03553	-1,37	0,17605	
LNRIUNIONIBOARD	0,00669353	0,02388	0,2803	0,78027	
INDIPENDENTI	<u>0,244571</u>	0,03247	0,7532	0,45441	
BUSY	0,265618	0,04113	0,6458	0,521	
NONESECUTIVI	0,0300135	0,02916	1,0294	0,30765	
WOM	0,407208	0,14506	2,8071	0,00683	***
LNCOMITATI	<u>0,00251574</u>	0,02096	0,12	0,90487	
LNRIUNIONICOM	0,00142342	0,00931	0,1528	0,87908	
DIMBANCA	-0,0377349	0,02513	-1,5018	0,13867	
TIER1CAPRATIO	0,365934	0,12447	2,9399	0,00474	***
VOLATILITÀ	-0,0612243	0,03394	-1,8038	0,07655	*

Media var. dipendente	0,003275		SQM var. dipendente	0,031409
Somma quadr. residui	0,049419		E.S. della regressione	0,029445
R-quadro	0,403644		R-quadro corretto	0,12116
F(27, 57)	1,42891		<i>p-value</i> (F)	0,128504
Log-verosimiglianza	196,018		Criterio di Akaike	-336,036
Criterio di Schwarz	-267,642		Hannan-Quinn	-308,526
rho	-0,33698		Durbin-Watson	1,861441

Test per la differenza delle intercette di gruppo -
 Ipotesi nulla: i gruppi hanno un'intercetta comune
 Statistica test: $F(16, 57) = 1,14155$
 con $p\text{-value} = P(F(16, 57) > 1,14155) = 0,341827$

Modello 5: Effetti fissi, usando 85 osservazioni
 Includere 17 unità *cross section*
 Lunghezza serie storiche = 5
 Variabile dipendente: **Q di TOBIN**

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>Rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	2,56358	0,516754	4,9609	<0,0001	***
BUSY	0,0862832	0,0443071	1,9474	0,05588	*
LNRIUNIONICOM	-0,0132949	0,00784699	-1,6943	0,09507	*
TIER1CAPRATIO	0,429443	0,148877	2,8845	0,00534	***
DIMBANCA	-0,0934992	0,0304423	-3,0714	0,00313	***

Media var. dipendente	1,000847		SQM var. dipendente	0,066286
Somma quadr. residui	0,091608		E.S. della regressione	0,037834
R-quadro	0,751791		R-quadro corretto	0,674226
F(27, 57)	9,692375		<i>p-value</i> (F)	1,27E-12
Log-verosimiglianza	169,7879		Criterio di Akaike	-297,576
Criterio di Schwarz	-246,28		Hannan-Quinn	-276,943
rho	-0,00492		Durbin-Watson	1,455563

Test per la differenza delle intercette di gruppo -
 Ipotesi nulla: i gruppi hanno un'intercetta comune
 Statistica test: $F(16, 64) = 6,03418$
 con $p\text{-value} = P(F(16, 64) > 6,03418) = 8,38353e-008$

BIBLIOGRAFIA

- ADAMS R., MEHRAN H. (2003), *Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?* <<http://ssrn.com/abstract=387561>> (ultimo accesso 09.12.2015).
- ADAMS R., MEHRAN H. (2005), *Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry* <<http://ssrn.com/abstract=302593>> (ultimo accesso 09.12.2015).
- ADAMS R., MEHRAN H. (2008), *Board Structure, Performance and Organizational Structure: The Case of Bank Holding Companies* <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr330.pdf> (ultimo accesso 14.12.2015).
- BHAGAT S., BLACK B. (2001), *The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, in «Journal of Corporation Law», vol. 27, n. 2, pp. 231-274.
- BIANCHI M. *et al.* (2008), *The Evolution of Ownership and Control Structures in the Last 15 Years*, Banca d'Italia.
- BROGI M. (2008), *Corporate governance e sistema dualistico per banche e assicurazioni*, Roma, Bancaria Editrice.
- CARRETTA A., FARINA V., SCHWIZER P. (2006), *Organizzazione e funzionamento dei CdA negli intermediari finanziari. Condizioni di efficacia, competenze e performance*, in *Attualità e prospettive negli studi di economia dei mercati e degli intermediari finanziari* (Atti del I Convegno nazionale di Economia degli Intermediari Finanziari), Parma 4 novembre 2005, a cura di L. Munari, Parma, MUP.
- DALTON D., DAILY C., JOHNSON J. (1999), *Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis*, in «Academy of Management Journal», vol. 42, pp. 674-686.
- DE ANDRÉS A., AZOFRA-PALENZUELA V. (2005), *Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness*, in «Corporate Governance: An International Review», vol. 13, n. 2, pp. 197-210.
- DENIS D.K., MCCONNELL J.J. (2003), *International Corporate Governance*, in «Journal of financial and quantitative analysis», vol. 38, n. 1, pp. 1-36.
- EISENBERG T., SUNDGREN S., WELLS M.T. (1998), *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*, in «Journal of Financial Economics», vol. 48, pp. 35-54.
- FAMA E. (1980), *Agency Problem and the Theory of the Firm*, in «Journal of Political Economics», vol. 88, n. 2, pp. 288-307.
- FAMA E., JENSEN M. (1983), *Separation of Ownership and Control*, in

- «Journal of Law and Economics», vol. 26, n. 2, pp. 301-325.
- GILLAN S.L., HARTZELL J.C., STARKS L.T. (2003), *Explaining Corporate Governance: Boards, Bylaws, and Charter Provisions* <<http://ssrn.com/abstract=442740>> (ultimo accesso 09.12.2015).
- HAYES R., MEHRAN H., SCHAEFER S. (2006), *Board Committee Structures, Ownership and Firm Performance* <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2005-Milan/papers/168-mehran_paper.pdf> (ultimo accesso 14.12.2015).
- HERMALIN B., WEISBACH M. (2003), *Boards of Directors as an Endogenously-Determined Institution: A Survey of the Economic Literature*, in «Economic Policy Review», vol. 9, pp. 7-26.
- HERMALIN B.E., WEISBACH M.S. (1991), *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, in «Financial Management», vol. 20, n. 4, pp. 101-112.
- JENSEN M. (1993), *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, in «The Journal of Finance», vol. 48, n. 3, pp. 831-880.
- LIPTON M., LORSH J. (1992), *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, in «The Business Lawyer», vol. 48, n. 1, pp. 59-77.
- RENÉE B., ADAMS R., FERREIRA D. (2007), *A Theory of Friendly Boards*, in «Journal of Finance», vol. 62, n. 1, pp. 217-250.
- YERMACK D. (1996), *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, in «Journal of Financial Economics», vol. 40, n. 2, pp. 185-211.

Family business *e performance aziendale delle società italiane*

Paola Demartini, Andrea Simone

4.1 *Introduzione*

L'effetto della struttura proprietaria delle imprese sulla performance e la crescita del sistema economico è oggi al centro di un intenso dibattito. Il campo degli studi sulle teorie di impresa si è tradizionalmente rivolto al modello della *public company* come un paradigma organizzativo in grado di indirizzare più efficacemente le imprese verso obiettivi di creazione del valore. Le analisi sulla diffusione del capitalismo familiare evidenziano, tuttavia, una presenza rilevante, talvolta maggioritaria, di società caratterizzate da una forte concentrazione dell'azionariato nelle mani di uno o più membri di una dinastia imprenditoriale, finanche tra le società quotate (Faccio, Lang, 2002; Claessens *et al.*, 2000; Morresi, 2009b), invalidando potenzialmente l'ipotesi di superiorità del sistema di *governance* della *public company*. I benefici in termini di minori costi di agenzia associati ad assetti proprietari meno diluiti e a un accentramento delle funzioni decisionali in capo agli stessi azionisti di maggioranza, lasciano presupporre che il sistema di governo familiare possa rappresentare un modello premiante, con riferimento alla performance contabile e di mercato, rispetto a un modello non familiare (Morresi, 2009a). Questa tesi viene inoltre corroborata dagli sviluppi teorici della *stewardship theory* (Davis *et al.*, 1997) e della *resource-based view* (Zahra *et al.*, 2004; Habbershon, Williams, 1999), entrambe inclini a enfatizzare i vantaggi strutturali connessi a un sistema di *governance family-oriented*.

Tuttavia, l'impresa familiare non è immune da potenziali elementi di criticità. Le problematiche successorie, la scarsa diversificazione di portafoglio, l'estrazione di benefici privati da parte dei familiari a danno degli azionisti di minoranza, la rinuncia ai benefici derivanti dalla specializzazione delle funzioni decisionali rappresentano minacce non trascurabili alla realizzazione di un efficiente governo societario. In questa prospettiva,

analizzare i *drivers* e i *drainers* della performance aziendale nelle imprese familiari è un esercizio intellettuale non privo di interessanti suggestioni. Del resto, ogni sistema di governo delle imprese è caratterizzato da conflitti e possibili fonti di inefficienza che non permettono di identificare a priori il modello ottimale. Verificare sotto quali condizioni l'impresa familiare costituisca un *habitat* fecondo del gene dell'imprenditorialità e sotto quali ipotesi è possibile supporre l'esistenza di un legame significativo tra *familiness* di un'impresa e risultati aziendali, identifica un filone di studi ormai consolidato a livello internazionale, ma poco approfondito a livello nazionale, con alcune rilevanti eccezioni (*i.a.* Corbetta, 1995; Corbetta *et al.*, 2011; Montemerlo, 2005; Morresi, 2008, 2009a, 2009b). Lo studio effettuato in questa sede si inquadra precisamente nel *framework* degli studi aziendali sul *family business* e si basa su un approccio comparativo che si pone l'obiettivo di confrontare le differenze tra i due gruppi di imprese (familiari e non familiari) in cui è stato ripartito il campione analizzato, composto da 193 società italiane quotate sulla Borsa di Milano ininterrottamente dal 2004 al 2006.

4.2 Un sintesi dell'evidenza empirica internazionale

4.2.1 Le principali tipologie di analisi

Come efficacemente evidenziato in Morresi (2009a), le indagini che hanno ad oggetto l'impatto del carattere *family* dell'impresa sulla performance aziendale posso essere ricondotte a due macro-aree:

1. la valutazione del differenziale di performance riscontrabile tra imprese familiari e imprese non familiari (*public company*, *state-owned*, fondi comuni, ecc.); l'obiettivo è quello di verificare, *ceteris paribus*, se il coinvolgimento dei familiari nella proprietà e/o nella gestione dell'impresa possa costituire un elemento di miglioramento della performance rispetto ad assetti societari caratterizzati dalla presenza di azionisti non legati da rapporti di parentela. Questa tipologia di analisi può essere condotta avendo riguardo di:
 - a. distinguere le imprese familiari da quelle non familiari, sottoponendo i due sottogruppi a regressioni e test statistici di confronto per verificare quale dei due realizza i risultati migliori;
 - b. valutare nell'ambito delle sole imprese familiari se al crescere del coinvolgimento dei familiari nella compagine societaria dell'impresa si registrino evidenti miglioramenti o peggioramenti nella performance;

- c. osservare le variazioni di performance in corrispondenza di un passaggio generazionale, al fine di verificare se le successioni familiari determinano aumenti o riduzioni di performance in confronto a quelle non familiari;
2. l'analisi delle scelte di *governance* (percentuale di amministratori indipendenti, *CEO duality*, presenza di *outside blockholder*, ecc.) e delle condizioni di contesto (settore, contesto giuridico, qualità dell'ambiente legale a tutela degli investitori, ecc.) in presenza delle quali il modello familiare risulti essere più 'performante' rispetto alle tipologie di imprese.

Nel seguito si terrà conto, principalmente, degli studi riconducibili alla tipologia sub 1b, cui parimenti si può ricomprendere l'indagine empirica condotta ai fini del presente studio.

4.2.2 Campionamento, definizione di impresa familiare e aspetti metodologici

La struttura dei test empirici, con riferimento alla selezione del campione, alla formulazione delle ipotesi di ricerca e all'individuazione delle variabili di analisi, influenza in maniera determinante i risultati finali ottenuti. In questa sede, a mero titolo esemplificativo e non esaustivo, si cerca di trarre qualche indicazione di massima sulle metodologie utilizzate negli studi sul legame tra impresa familiare e performance, con l'obiettivo di individuare una *best practice* internazionale nell'approccio alle indagini sul tema.

Con riferimento al campione d'indagine, si evidenzia quanto segue:

1. le imprese analizzate sono, in linea di massima, quotate sui mercati regolamentati, con l'eccezione di alcuni studi che non utilizzano questo criterio nella selezione del campione (*i.a.* Kim, 2006; Chrisman *et al.*, 2004; Bennedsen *et al.*, 2006; Schultze *et al.*, 2001); la scelta si giustifica in ragione della maggiore reperibilità dei dati sull'andamento finanziario e sugli assetti societari delle imprese quotate, soggette in tal senso a specifici obblighi informativi;
2. benché il *family business* sia un fenomeno maggiormente radicato nelle organizzazioni di minori dimensioni (laddove si configura come modello di *governance* prevalente), la conseguenza diretta della scelta metodologica di cui al punto 1 è la focalizzazione sulle imprese di medie e grandi dimensioni;
3. la numerosità del campione differisce molto tra uno studio e l'altro, «si va dalle 68 imprese di Randoy & Goel (2003) fino alle circa 2000 del campione di Kim (2006)» (Morresi, 2009a);
4. le indagini si concentrano prevalentemente su un singolo paese,

- con l'eccezione di alcuni studi *cross-country* (Claessens *et al.*, 2002; Maury, 2006; Barontini, Caprio, 2006);
5. l'arco temporale osservato varia da un solo anno (Chrisman *et al.*, 2004; Maury, 2006; Claessens *et al.*, 2002; Mishra *et al.*, 2001; Schultze *et al.*, 2001; Filatochev *et al.*, 2005; McConaughy, 2000; Perez-Gonzalez, 2006), a tre o cinque anni (Morresi, 2009b);
 6. relativamente ai settori, si nota una maggiore presenza del modello familiare nel manifatturiero e, in generale, nei settori tradizionali e *labour intensive*; in linea di massima, sono stati eliminati dal campione le imprese finanziarie e, talvolta, anche le *utilities*, nella misura in cui queste differiscono notevolmente dalle altre imprese sia nella struttura proprietaria che nelle modalità di valutazione della performance aziendale.

Con riferimento alle definizioni di impresa familiare adottate nei diversi studi, si nota un'incidenza pressoché costante dell'approccio *structure-based*, che implica l'individuazione di un valore soglia del pacchetto di controllo, detenuto dalla coalizione familiare dominante, considerato sufficiente a garantire la stabilità degli assetti proprietari¹; si definiscono, quindi, imprese familiari quelle imprese in cui la famiglia detiene un pacchetto azionario pari o superiore, in percentuale, a una determinata soglia di controllo fissata a priori. I motivi di una simile scelta sono diversi:

1. in primo luogo, la possibilità di misurare con grandezze numeriche il livello di coinvolgimento della famiglia nelle proprietà e/o nella gestione garantisce maggiore immediatezza e oggettività nella sua applicazione;
2. in secondo luogo, i dati relativi agli assetti partecipativi sono informazioni pubblicamente accessibili, in quanto oggetto di specifici obblighi informativi da parte delle imprese, con conseguente riduzione dei tempi e dei costi di ricerca;

¹ L'approccio alternativo, c.d. *intention-based*, si pone su un piano valutativo diverso, tendenzialmente più 'soggettivo' e discrezionale, in cui acquistano rilevanza aspetti attinenti il comportamento della famiglia, intesa in senso lato come un *emotional kinship group* (Carsrud, 1994), all'interno del quale si valutano le strategie, le decisioni, la capacità di incidere nel *business* e, soprattutto, l'intendimento a garantire o meno la continuità del controllo familiare di generazione in generazione. Si assume implicitamente, infatti, che una visione imprenditoriale a lungo termine, finalizzata alla realizzazione di un *business* solido e duraturo da trasferire alle generazioni venturose, comporti scelte strategiche e programmatiche sostanzialmente diverse da quelle assunte da imprese *non-family*. Benché dotato di validi presupposti teorici, l'approccio *intention-based* evidenzia alcune criticità operative non solo nell'oggettività, ma anche nella stessa reperibilità delle informazioni: la sua applicazione implica, infatti, la conoscenza di elementi che possono essere acquisiti, di norma, solo dai diretti interessati (Morresi, 2009a).

3. infine, un approccio metodologico così strutturato si presta ad essere impiegato per l'analisi di campioni di grandi dimensioni, laddove risulti ostico procedere attraverso indagini via *survey*.

Tuttavia non vi è accordo di vedute sul livello di partecipazione ritenuto accettabile per garantire stabilmente la *familiness* dell'impresa. La questione viene risolta dai diversi autori in maniera diversa a seconda dei sistemi di *corporate governance* presi in esame: negli studi che analizzano sistemi *insider-dominated*, caratterizzati da livelli di concentrazione proprietaria mediamente maggiori, per qualificare un'impresa come 'familiare' si richiede che la partecipazione di controllo detenuta dalla famiglia di riferimento si attesti a livelli sensibilmente elevati: a titolo esemplificativo, si va dal 50% di Barontini, Caprio (2006); Amore *et al.* (2011) a soglie comprese tra il 20% e il 30% di Cronqvist, Nilsson (2003); Morresi (2009b); per i sistemi *outsider-dominated*, caratterizzati da maggiore polverizzazione del capitale sociale, la soglia discriminante richiesta si riduce sensibilmente: ad esempio Villalonga, Amit (2006), che analizzano un campione di imprese statunitensi, fissano una soglia di controllo del 5%, Maury (2006) e Muttakin *et al.* (2012) richiedono il possesso del 10%, Anderson & Reeb (2003) richiedono solamente che la famiglia sia azionista o presente nel Consiglio di Amministrazione. Si sottolinea come, talvolta, vengano utilizzate due o più soglie di controllo (Chen *et al.*, 2005) o vengano definiti multipli intervalli di valore (Filatochev *et al.*, 2005).

Il fattore 'proprietà' non assurge, comunque, a criterio esclusivo, presentandosi non di rado congiuntamente o alternativamente ad altri elementi indicativi del coinvolgimento dei familiari, quali, e.g., la presenza di familiari nel CdA, la presenza di un CEO familiare o la copresenza di diverse generazioni della famiglia in posti di comando. A titolo esemplificativo, in McConaughy (2000) si considerano familiari solo le imprese in cui è presente il fondatore o la famiglia fondatrice; in Mishra *et al.* (2001), invece, integrano la definizione di impresa familiare quelle imprese che soddisfano almeno una delle seguenti condizioni: (1) CEO familiare, (2) presenza di familiari in CdA, (3) la famiglia possiede almeno il 10% del capitale sociale; in Morresi (2009b) la presenza in CdA di familiari dell'azionista di maggioranza qualifica a tutti gli effetti come 'familiari' le aziende tecnicamente *sole proprietorship*.

Per quanto riguarda gli aspetti metodologici si evidenzia, innanzitutto, che gli studi che effettuano un confronto, in termini di performance, tra imprese familiari e imprese non familiari suddividono il campione, sulla base della definizione di impresa familiare adottata, in due sottogruppi di cui si va ad analizzare l'interazione con una variabile di performance,

potenzialmente indicativa di un'eventuale superiorità di un sistema di *governance* rispetto all'altro.

La variabile indipendente, di conseguenza, si configura tipicamente come una variabile binaria che assume valore 0 se l'impresa è non familiare e 1 se familiare. La 'familiarità' dell'impresa può essere dedotta sulla base della quota azionaria detenuta dall'impresa e/o dalla presenza di azionisti familiari negli organi direttivi, coerentemente con quanto espresso poc'anzi.

La variabile dipendente è rappresentata, invece, «da una grandezza espressiva dell'andamento prestazionale dell'impresa» (Morresi, 2009b: 64), ed è generalmente riconducibile a due categorie:

- a. misure di performance contabili;
- b. misure di performance di mercato.

Con l'eccezione di alcuni studi (e.g. Kim, 2006; Chrisman *et al.*, 2004; Morck *et al.*, 2000; Bennedsen *et al.*, 2006; Schultze *et al.*, 2001), le misure di performance di mercato sono le più utilizzate; una scelta metodologica siffatta si giustifica in ragione delle:

1. debolezze intrinseche dei dati di bilancio, che mal si prestano a fornire indicazioni affidabili sull'andamento dell'impresa;
2. ipotesi della teoria dell'agenzia, cui la maggior parte degli studi fa riferimento e che presuppongono la presenza equilibratrice del mercato che, in presenza di costi di agenzia, riduce il valore dell'impresa proporzionatamente al valore attuale.

Le misure di performance di mercato più comuni sono:

1. *Market-to-Book Ratio* (*i.a.* Filatochev *et al.*, 2005; Chen *et al.*, 2005; McConaughy *et al.*, 1998, 2001; Morresi, 2009b);
2. Q di Tobin (*i.a.* Maury, 2006; Adams *et al.*, 2005; Barontini, Caprio, 2006; Sraer, Thesmar, 2007);
3. rapporto *price/earning* (*i.a.* Gursoy, Aydogan, 2002);
4. rendimenti azionari (*i.a.* Volpin, 2002, Perez-Gonzalez, 2006).

È opportuno, tuttavia, evidenziare che quasi tutti gli studi utilizzano, contestualmente, anche misure di performance contabili alla stregua di variabili di controllo (ROA, EBITDA, ROE, variazione del ROA, ecc.).

Nella valutazione dell'impatto sugli indicatori di performance della variabile indipendente, negli studi si fa uso di un'ampia gamma di variabili di controllo, cioè variabili il cui coefficiente non è di specifico interesse nello studio condotto, ma che vengono utilizzate nel modello al fine di evitare distorsioni nella stima dei regressori e come tecnica di riduzione della varianza dell'errore. Si sottolinea, tuttavia, che le variabili di controllo non hanno esclusivamente una finalità strumentale, in quanto il loro legame con la variabile dipendente può essere foriero di preziose

indicazioni sulle caratteristiche che più influenzano l'andamento economico dell'impresa. In linea generale, le variabili di controllo che sembrano maggiormente influenzare la variabile dipendente e sono, di conseguenza, più comunemente utilizzate possono essere ricondotte a due tipologie:

1. variabili di natura economico-finanziaria;
2. variabili di struttura proprietaria e di *governance*.

Tra le variabili di cui al punto 1, si segnalano:

- a. la dimensione, impiegata in quasi tutti gli studi sul tema e calcolata, tipicamente, come logaritmo naturale del totale dell'attivo o del fatturato; il legame con la variabile dipendente non è unilateralmente interpretabile ed è strettamente legato alle ipotesi formulate del *size effect* sulla performance aziendale;
- b. l'età, altra variabile di comune impiego, calcolata come differenza tra l'anno di rilevazione e l'anno di fondazione o di quotazione (a volte anche in misura logaritmica); il legame con la variabile dipendente è sempre negativo e significativo, stante la circostanza che a imprese più giovani il mercato collega maggiori opportunità di crescita e l'effetto benefico della presenza della prima generazione imprenditoriale nei posti di comando;
- c. variabili espressive della struttura finanziaria dell'impresa, quali il rapporto tra debito e totale dell'attivo (*i.a.* Anderson, Reeb, 2003; Cronqvist, Nilsson, 2003; Mishra *et al.*, 2001), rapporto tra debito e capitale netto (*i.a.* Barontini, Caprio 2006; Maury, 2006; Villalonga, Amit, 2006), rapporto tra capitale netto e totale attivo; il legame con la variabile dipendente è spesso negativo e significativo, ma non vi è motivo di ritenere che vi siano a riguardo ipotesi unidirezionali;
- d. variabili espressive del grado di rischio dell'impresa, quali la deviazione standard dei rendimenti azionari (Anderson, Reeb 2003; Adams *et al.*, 2005) o il *beta levered* (Morresi, 2009b);
- e. ROA o ROE, laddove non vengano utilizzati come variabili dipendenti.

Tra le variabili al punto 2, si evidenziano:

- a. quota capitale detenuta da amministratori e/o *management*, indicativa di potenziali benefici in termini di minori costi di agenzia dovuti all'effetto incentivo della partecipazione azionaria sull'operato del *management*;
- b. quota detenuta da *outside blockholders*, ovvero azionisti rilevanti non collegati all'azionista di maggioranza, la cui presenza è generalmente indicativa di assetti governativi caratterizzati da

- un maggior monitoraggio e quindi da minori costi di agenzia;
- c. percentuale di amministratori indipendenti, cui la teoria dell'agenzia ricollega gli stessi effetti benefici della presenza di *outside blockholder*;
- d. dimensioni del CdA, nella misura in cui a Consigli numericamente maggiori sono collegati una minore efficienza operativa e maggiori rischi di rigidità nell'assunzione delle decisioni;
- e. *CEO duality*, ovvero la circostanza in cui l'Amministratore delegato sia al contempo Presidente del Consiglio di Amministrazione, di solito foriera di possibili effetti negativi sull'azione di governo (*entrenchment effect*);
- f. quota di flussi di cassa (CFR) detenuti dall'azionista ultimo, in valore percentuale, e la differenza (*wedge*) e/o il rapporto tra questi e i *voting rights*, considerate misure tradizionali del livello di separazione tra proprietà e controllo.

Gli studi sul legame tra la variabile dipendente e le variabili indipendenti viene effettuato tipicamente tramite modelli di regressione per dati *panel* basati sull'approccio degli effetti fissi (*industry fixed effects*), che consente di 'osservare' possibili elementi di eterogeneità non osservabili, costanti nel tempo, e connessi al settore di appartenenza. Alcuni studi impiegano per converso modelli di regressione OLS multivariato tradizionale (*i.a.* McConaughy *et al.*, 1998; Ben-Amar, André, 2006, Morck *et al.*, 2000; Chen *et al.*, 2005) o GMM (Gursoy, Aydogan, 2002).

4.3 Ipotesi e risultati dell'indagine empirica ottenuti

Rinviando il lettore al successivo paragrafo, dove si evidenziano le premesse teoriche all'indagine empirica condotta, in questa sede si ritiene opportuno sottolineare che le condizioni affinché l'impresa familiare possa configurarsi come un modello 'vincente' (minori costi di agenzia conseguenti a livelli di concentrazione proprietaria più elevata, *commitment* verso gli obiettivi di crescita, orizzonte di lungo periodo, presenza di risorse inimitabili, ecc.) o, al contrario, 'perdente' (scarsa diversificazione del rischio patrimoniale, nepotismo, *entrenchment effect* a danno degli azionisti di minoranza, ecc.) si manifestano nei diversi paesi in misura differente a prescindere dal modello organizzativo adottato. L'impatto sulla performance aziendale dei fattori positivi o negativi collegati al *family business* subisce, infatti, la mediazione di alcuni fattori 'pervasivi' (Morresi, 2009a) in grado di far prevalere, in certi contesti, gli elementi positivi, e

quindi la superiorità dell'impresa familiare, e in altri quelli negativi. Tali fattori possono essere schematizzati come segue:

1. la qualità dell'ambiente legale a tutela degli investitori;
2. il livello medio di concentrazione proprietaria;
3. il livello medio di separazione tra proprietà e controllo.

In particolare si è argomentato che in presenza di un sistema giuridico in grado di fornire agli azionisti validi strumenti di protezione dei loro investimenti, viene valorizzato il ruolo di monitoraggio del mercato, limitando di conseguenza costosi meccanismi di monitoraggio interni e ampliando l'orizzonte decisionale del *management*. Al contrario, ambienti legali scarsamente protettivi favoriscono logiche individualistiche da parte del *management* e la propensione all'estrazione di benefici privati.

Relativamente al grado di concentrazione proprietaria, l'evidenza mostra che è più plausibile attendersi dai familiari fenomeni di *incentive effect* in contesti partecipativi moderatamente concentrati, laddove il rischio di ulteriori diluizioni della quota proprietaria si accompagna a una propensione a operare efficientemente per il bene dell'impresa; è più verosimile attendersi invece fenomeni di *entrenchment effect* laddove l'azionariato sia altamente concentrato, stante la maggiore stabilità degli assetti proprietari.

Considerazioni analoghe valgono per la separazione tra proprietà e controllo, in cui forti livelli di disallineamento tra diritti di voto del maggiore azionista e flussi di cassa che esso percepisce possono esacerbare fenomeni di *entrenchment effect*, soprattutto qualora si accompagnino ad ambienti legali poco protettivi degli interessi degli investitori.

Alla luce di quanto appena esposto devono essere valutati i risultati ottenuti dagli studi analizzati. Benché, infatti, la maggior parte degli studi evidenzi un legame positivo e significativo tra *family control* e performance aziendale (Barontini, Caprio, 2006; Anderson, Reeb, 2003; Villalonga, Amit, 2006; Maury, 2006; Sraer, Thesmar, 2007; Ben-Amar, André, 2006; McConaughy *et al.*, 1998, 2001; Adams *et al.*, 2005; Mishra *et al.*, 2001), tale risultato non può estendersi al punto da far prevalere le argomentazioni che vedono l'impresa familiare come modello aprioristicamente vincente, dal momento che notevole è l'influenza esercitata dalle condizioni di contesto esterne poc'anzi evidenziate. Solo una minoranza degli studi evidenzia un legame negativo e significativo, ad esempio Volpin (2002); Gursoy e Aydogan (2002), che analizzano rispettivamente imprese italiane e turche, ovvero imprese operanti in contesti caratterizzati da un basso livello di protezione degli investitori. Altri, infine, segnalano un legame incerto (Morresi, 2009b) o non significativo (Chrisman *et al.*, 2004; Morck *et al.*, 2000; Randoy, Goel, 2003).

4.4 Ipotesi di base e metodologia di analisi

4.4.1 Ipotesi di base

Le diverse teorie di impresa che hanno analizzato il fenomeno del *family business* lasciano intendere che l'impresa familiare si presti tanto a valutazioni positive, quanto a valutazioni negative. Nell'ottica della teoria dell'agenzia, l'impresa familiare configura un assetto proprietario potenzialmente in grado di rimediare alle diseconomie derivanti dalla proprietà diffusa e di realizzare, in virtù di una più attiva partecipazione degli *shareholders* al governo aziendale, un minor grado di separazione tra proprietà e controllo. Tuttavia, la proprietà familiare non sembra identificare, sotto il profilo dei costi di agenzia, un modello di per sé vincente o perdente ai fini della performance aziendale, in quanto realizza, di fatto, un trasferimento della dinamica conflittuale dal rapporto *principal-agent* al rapporto *owner-owner*, laddove gli azionisti di maggioranza agiscono *de facto* in qualità di 'agenti' degli azionisti di minoranza, i quali di conseguenza sono esposti al rischio di sistemiche espropriazioni di ricchezza. Al di là della prospettiva della teoria dell'agenzia, altre teorie d'impresa, quali la *stewardship theory* e la *resource-based view*, hanno analizzato il modello di *governance* familiare, evidenziandone, da un lato, la naturale propensione a implementare schemi relazionali basati sulla fiducia, sull'altruismo, sul senso di appartenenza e di identificazione con gli obiettivi organizzativi, dall'altro, la dotazione di risorse strategiche che potrebbero permetterle di acquisire un duraturo vantaggio competitivo nei confronti delle altre imprese.

Volendo sintetizzare i principali punti di forza e di debolezza del capitalismo familiare, si possono evidenziare, tra i fattori positivi:

1. allineamento naturale tra gli interessi della proprietà e del *management*, garantito dal maggior coinvolgimento dei familiari tanto nella proprietà quanto nella gestione dell'impresa, senza il necessario ricorso a 'costosi meccanismi' di composizione di interessi divergenti (Fama, Jensen, 1983);
2. internazionalizzazione dei processi decisionali, circostanza che tende a limitare il verificarsi di quei comportamenti opportunistici (nonché espropriativi del benessere degli *shareholders*) che i *manager* sarebbero diversamente invogliati ad assumere laddove la proprietà fosse maggiormente dispersa e poco partecipe al governo societario (Fama, Jensen, 1983);
3. creazione di relazioni 'speciali', che favoriscono lo sviluppo di sistemi di monitoraggio reciproci e collaborativi (Fama, Jensen, 1983);

4. orientamento di lungo periodo, in grado di contenere le remunerazioni periodiche di breve a vantaggio dell'incremento di valore in maniera sostenibile e duratura; il forte coinvolgimento economico ed emotivo della famiglia nell'impresa determina, infatti, una tendenza strutturale a sviluppare una visione imprenditoriale lungimirante che possa garantire il proseguimento dell'attività aziendale ben oltre l'orizzonte di vita degli attuali proprietari, nella prospettiva di tramandare agli eredi un'impresa sana e competitiva (Davis *et al.*, 1997; Pearson, Marler, 2010);
5. presenza di capitali 'pazienti' e 'capianti', in grado di sostenere durevolmente il fabbisogno dell'azienda e, allo stesso tempo, di posporre le remunerazioni periodiche agli azionisti;
6. *altruism*, definito in senso lato come «la speciale indole di soggetti legati da rapporti di parentela (specie se stretta) ad adottare un atteggiamento finalizzato al reciproco benessere e al reciproco sostegno» (Morresi, 2008: 18); l'*altruism* si estrinseca non solo nella naturale predisposizione a inglobare nelle finalità aziendale le esigenze economiche dei familiari, ma anche nel desiderio di trasmettere nel tempo valori, idee, prospettive di generazione in generazione;
7. la presenza di una figura di riferimento per gli investitori-risparmiatori, in grado di incarnare e di trasmettere, di generazione in generazione, i valori-chiave dell'impresa;
8. Dotazione di risorse strategiche, che il particolare contesto organizzativo dell'impresa familiare è in grado di generare e mantenere nel tempo (Habbershon, Williams, 1999; Zahra *et al.*, 2004); le caratteristiche uniche e 'inimitabili' di cui tali risorse sono dotate si irradiano in tutte le aree e le funzioni aziendali, e si manifestano nella creatività e nella fedeltà del personale dipendente (Pervin, 1997), nella flessibilità delle strutture decisionali (Adams *et al.*, 1996), nell'attenzione ai progetti di R&S (Ward, 1997), nella maggiore reattività ai cambiamenti dell'ambiente esterno (Dreux, 1990), nel senso di responsabilità e fiducia reciproca nei confronti degli *stakeholders* esterni.

Tra i fattori negativi si segnalano invece:

1. nepotismo ed *entrenchment effect* a carico di *manager* familiari inefficienti, nominati indipendentemente dalle loro capacità imprenditoriali e manageriali; tale pratica altera l'efficienza del sistema organizzativo, costringendo validi *middle manager* non familiari a ridimensionare le loro aspirazioni professionali di fronte

ai *glass ceiling* che intralciano il loro avanzamento di carriera all'interno dell'organizzazione, con evidenti ripercussioni in termini di performance aziendale (Kets-de Vries, Carlock, 2007); inoltre, la ristrettezza del *pool* di soggetti verso cui si rivolge la scelta di affidare il governo societario altera la competitività del mercato manageriale, esponendo, di fatto, le imprese familiari a problemi di *adverse selection* derivanti dalla capacità dell'aspirante *manager* di nascondere all'impresa qualità personali necessarie all'impresa stessa per valutare le abilità del soggetto (Mohlo, 1997);

2. accentuazione dei fenomeni di *tunnelling*, ovvero di trasferimento di ricchezza dalle imprese a valle della catena di controllo verso le *holding* poste al vertice, perpetuati a danno degli azionisti di minoranza; il rischio di pratiche di *tunnelling* è tanto maggiore quanto più è articolata la composizione del gruppo, in quanto maggiore è la separazione tra proprietà e controllo e quindi la dispersione del capitale di rischio degli azionisti terzi nelle società controllate del gruppo; alcuni studi ritengono che le famiglie imprenditoriali siano più inclini a modulare i propri investimenti concentrando le partecipazioni rilevanti all'interno di *holding* non quotate (e quindi estranee alle dinamiche del *market for corporate control*), che si configurano in questo senso come vere e proprie 'cassaforti di famiglia' tutelate dal rischio di *take-over* ostili; la maggiore rilevanza dell'economicità super-aziendale (o di gruppo) rispetto all'economicità della singola azienda aumenta, infatti, «la divergenza tra ottimo a livello di gruppo e ottimo a livello di singola impresa concentrata» (Venanzi, 2010: 18), orientando l'obiettivo e la logica di gestione dell'azionista di comando verso la performance complessiva a discapito della singola impresa;
3. individualismo e benefici privati del controllo, intesi come pratiche espropriative di risorse aziendali per gratifiche personali, prestigio, *benefit*, cui l'integrazione impresa-famiglia può dare origine; l'impresa, infatti, viene percepita talvolta dai familiari come un'entità non distinta dal patrimonio personale e questo può comportare, oltre al rischio di sfruttamento di risorse aziendali a danno degli azionisti di minoranza, anche fenomeni di *free riding* (i membri familiari evitano di apportare il loro contributo nella certezza che vi sia qualcun altro che se ne occupi) o di *shrinking* (atti di mero opportunismo ed evasione dei compiti cui si è preposti), in particolare da parte dei membri delle generazioni più giovani (Morresi, 2009b);
4. *Boundary building*, ovvero il condizionamento esercitato dalle dinamiche familiari esterne, che rischia di mettere in secondo piano le

- reali esigenze dell'impresa; l'azionista familiare è, infatti, «membro simultaneamente di un *sentient system* (la famiglia) e di un *task system* (l'impresa) tra i quali è chiamato a trovare un delicato equilibrio» (Davis, 1983); *sibling rivalry*, gelosie, passaggi generazionali conflittuali, la sovrapposizione delle problematiche familiari a quelle aziendali può polarizzare la pianificazione strategica su tematiche estranee al *business*, compromettendo altresì le relazioni con gli *stakeholder* esterni al gruppo familiare di riferimento (Davis *et al.*, 1997);
5. criticità legate al passaggio generazionale, tra cui la perdita di spinta manageriale e di abilità gestionale che mediamente si riscontra negli eredi del *founder* e il frequente inserimento degli eredi nell'azienda a prescindere dalle effettive capacità evidenziate dagli stessi (Zocchi, 2004); la tematica, come in precedenza segnalato, viene solitamente affrontata da studi empirici *ad hoc*;
 6. conservazione dello *status quo*, intesa come la volontà di mantenere il controllo dell'impresa in capo alla famiglia, intendendo il controllo come il presidio diretto di tutti i ruoli critici con una chiusura a priori verso i terzi (Montemerlo, 2005);
 7. scarsa diversificazione del portafoglio di investimenti, che vincola le scelte di finanziamento e l'esposizione al rischio imprenditoriale e comporta il venir meno di una delle condizioni di applicabilità dei modelli di *pricing* del rischio, esponendo, di conseguenza, la famiglia 'non diversificata' all'eventualità di assumere decisioni di investimento sulla base di criteri differenti rispetto a quelli utilizzati da azionisti 'diversificati' (Fama, Jensen, 1983).

L'eterogeneità degli aspetti evidenziati non consente di formulare ipotesi unilaterali circa la significatività e il segno del legame tra impresa familiare e performance. Non vi è, quindi, motivo di ritenere che la positività del legame tra risultati aziendali e *familiness* profetizzata dalla *stewardship theory* e dalla *resource-based view*, nonché i benefici che la teoria dell'agenzia collega ad assetti partecipativi meno polverizzati, possano prevalere rispetto alle criticità che la sovrapposizione tra il 'sistema famiglia' e il 'sistema impresa' sembra comportare. Tuttavia, la teoria dell'agenzia sembra offrire una linea interpretativa più idonea a 'catturare' gli eventuali elementi premianti o penalizzanti del capitalismo familiare, in quanto l'ipotesi di razionalità sul comportamento degli individui e la trasposizione in termini di costi e benefici di agenzia delle dinamiche relazionali tra gli attori del governo societario ben si prestano a impostare un modello di *testing* empirico che coniughi efficacemente variabili economico-finanziarie a variabili di *governance*.

Ne derivano, pertanto, le seguenti considerazioni:

1. si assume la teoria dell'agenzia come ottica valutativa di base del presente studio, sulla scorta della quale vengono scelte e definite le variabili di studio del modello;
2. si ritiene di non poter formulare ipotesi sul legame tra *family ownership* e performance.

Non si aderisce, pertanto, agli studi che tendono ad avere un approccio positivo (*i.a.* Mishra *et al.*, 2001; Filatochev *et al.*, 2005) o negativo (*i.a.* Cronqvist, Nilsson, 2003; Maury, Pajuste, 2005; Kim, 2006) verso l'impresa familiare, ma si adotta un approccio valutativo più squisitamente 'possibilista' (*i.a.* Sraer, Thesmar, 2007; Morresi, 2009b).

Si ricava, pertanto, la seguente ipotesi di base:

HP: Sulla scorta delle considerazioni svolte, non vi sono elementi in grado di giustificare un legame positivo o negativo tra *family ownership* e performance aziendale. Si ipotizza, pertanto, che la relazione tra le due variabili non sia statisticamente significativa.

4.4.2 Selezione del campione d'indagine

Lo studio ha coinvolto 193 società italiane quotate sulla Borsa di Milano ininterrottamente dal 2004 al 2006 (3 anni). Dalla totalità delle imprese italiane quotate nel periodo considerato sono state escluse:

1. le banche, le compagnie assicurative e le altre aziende di servizi finanziari;
2. le società in amministrazione straordinaria o in generale soggette a procedure concorsuali;
3. le società per cui non erano disponibili dati per più di un esercizio e per più di una variabile considerata.

La selezione ha dato origine a un *panel* di 579 osservazioni. A causa dell'indisponibilità di alcuni dati, la struttura assume propriamente la forma di *panel unbalanced*.

Il campione complessivo è stato suddiviso in due sottogruppi, imprese familiari e non familiari, sulla base dei criteri di cui si tratterà più approfonditamente nel paragrafo successivo. In questa sede, indipendentemente dai criteri di suddivisione, si ritiene opportuno evidenziare che l'analisi sulla natura familiare o non familiare del soggetto controllante è stata effettuata, principalmente, sulla base delle informazioni tratte dalla banca dati della CONSOB che raccoglie le comunicazioni sulle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 D.Lgs. 58/98; le informazioni sono liberamente accessibili sul sito internet della Commissione e forniscono indicazioni sugli

azionisti con quote uguali o superiore al 2% del capitale sociale. Tuttavia, in considerazione del fatto che:

1. i familiari appartenenti alla coalizione dominante detengono di frequente quote di partecipazioni dirette nella compagine societaria inferiori al 2%;
2. l'azionista di riferimento delle società quotate si configura, nella maggior parte dei casi, come un soggetto giuridico non quotato sui mercati regolamentari, e quindi non soggetto ai medesimi obblighi informativi delle società quotate in merito alle partecipazioni rilevanti.

Per determinare l'identità e la quota proprietaria dell'azionista 'ultimo' è stato necessario consultare:

1. la banca dati AIDA, per ottenere i dati sulle compagini societarie delle maggiori società di diritto italiano che detengono partecipazioni rilevanti in società quotate;
2. la base dati di R&S di Mediobanca, relativamente alle quote di partecipazione detenute dai familiari nelle *sub-holding* dei maggiori gruppi societari.

Nonché una varietà di documenti informativi ufficiali, quali, tra gli altri:

1. estratti dei patti parasociali comunicati alla Consob ai sensi dell'art. 122 del D.Lgs. 24.2.1998, n. 58;
2. documenti su offerte di pubblico acquisto (OPA) comunicate ai sensi degli art. 102 e ss. del D.Lgs. n. 58/98;
3. provvedimenti dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato emanati ai sensi della Legge 10 ottobre 1990, n. 287;
4. verbali delle assemblee annuali di approvazione del bilancio;
5. relazione degli amministratori sulla gestione (con riferimento alle partecipazioni detenute da amministratori e direttori generali);
6. relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari ai sensi dell'art. 123 bis del TUF;
7. progetti di fusione ai sensi dell'art. 2501 ter del Codice Civile.

Nei rari casi in cui non è stato possibile accertare l'identità dell'azionista ultimo, si è fatto ricorso alle ipotesi semplificatrici all'occorrenza più idonee.

4.4.3 Definizione di impresa familiare e variabile indipendente

Ai fini del presente studio, stante la numerosità del campione d'indagine, l'approccio *structure-based* si è posto come una scelta imprescindibile, in considerazione del fatto che:

1. si rinvenivano nel suo utilizzo minori margini di ambiguità applicativa;

2. gli obblighi informativi da parte delle società quotate sugli assetti partecipativi consentono una sostanziale riduzione dei tempi e dei costi di ricerca, rendendo questo approccio più adatto ad essere adottato per l'analisi di campioni di grandi dimensioni (Klein *et al.*, 2005) rispetto alle indagini via *survey* richieste dall'approccio *intention-based*.

Negli studi analizzati, la definizione dell'impresa familiare richiede tipicamente la fissazione di una quota di partecipazione 'minima', detenuta dalla coalizione familiare dominante, ritenuta sufficiente a garantire stabilmente l'esercizio del controllo. L'individuazione di una specifica soglia di controllo, fissata aprioristicamente, configura, tuttavia, l'eventualità di escludere imprese in cui l'azionista di riferimento (inteso in senso plurale, ovvero come coalizione familiare) detenga una quota di controllo poco più bassa della soglia prescelta². Meno arbitraria è sembrata la scelta di definire una soglia 'mobile' di controllo, sensibile all'eterogeneità degli assetti societari e capace di identificare senza ambiguità il soggetto controllante. Al contempo, tuttavia, è parso necessario stabilire dei 'parimenti di stabilità', onde evitare che l'efficacia nell'esercizio del controllo risultasse poco verosimile.

Si è ritenuto, pertanto, di procedere come segue:

1. la *familiness* di un'impresa risulta integrata qualora l'azionista ultimo (cioè in cima a un'eventuale catena di controllo) sia rappresentato da un gruppo familiare (inteso come pluralità di soggetti legati da rapporti di parentela) che, in virtù delle partecipazioni detenute, direttamente o indirettamente, nell'impresa, sia in grado di esercitare il controllo di fatto ai sensi dell'art. 93 del D.Lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58³;
2. in presenza di *outside blockholders* detentori quote di minoranza in grado di creare incertezze sull'esercizio del controllo da parte dell'azionista di riferimento, si ritengono familiari le imprese in cui tale azionista di minoranza sia vincolato dalla stipula di patti parasociali a conformarsi alle decisioni della coalizione familiare

² A titolo esemplificativo, la fissazione di una quota minima di controllo del 30% escluderebbe dal novero delle imprese familiari la società Centro HL Distribuzione SpA, in cui la quota detenuta dai fratelli Federigo e Fernando Franchi nell'esercizio 2004 è pari, complessivamente, al 29,5% del capitale sociale.

³ Nel caso di *holding* non quotate, il criterio inevitabilmente si restringe, in considerazione della minore dispersione e assenteismo degli azionisti di minoranza e della maggiore stabilità richiesta per assicurare a queste società il ruolo di 'cassaforte' degli investimenti familiari che normalmente assolvono; pertanto, in questi casi, la definizione si ritiene integrata al raggiungimento da parte della coalizione familiare della maggioranza assoluta.

dominante; in caso contrario, l'impresa non viene considerata a controllo familiare⁴.

Un approccio valutativo siffatto, a parere di chi scrive, risulta coerente con le peculiarità del mercato azionario italiano, caratterizzato da una scarsa competitività del mercato del controllo societario ovvero da una ridotta contendibilità dei pacchetti azionari di maggioranza, cui contribuisce la limitatezza del flottante medio circolante sulla borsa valori.

Limitatamente alla qualificazione delle imprese controllate da una singola persona fisica, profilo trattato in maniera differente negli studi analizzati, in questa sede si aderisce a un orientamento condiviso, ad esempio, da Alcorn (1982); Barnes, Hershon (1976); Babicky (1987); Astrachan, Shanker (2003); Zocchi (2004), in base al quale la *sole proprietorship* configura comunque un modello di controllo familiare, dal momento che, frequentemente, i parenti dell'azionista di riferimento ricoprono cariche amministrative o comunque sono coinvolti, formalmente o informalmente, come dipendenti o collaboratori esterni⁵. Pertanto, ai criteri summenzionati, si aggiunge il seguente:

3. si ritiene 'familiare' l'impresa il cui azionista di riferimento sia rappresentato da un singolo individuo che rispetti le condizioni di cui ai punti precedenti.

Sulla scorta delle considerazioni svolte, la variabile indipendente, identificante la struttura proprietaria delle imprese appartenenti al campione considerato, si configura propriamente come una variabile binaria che assume valore 1 per le imprese familiari, ovvero qualora siano integrate le condizioni di cui ai precedenti punti 1, 2 e 3, e 0 negli altri casi.

4.4.4 La variabile dipendente

Coerentemente con le scelte metodologiche di una parte rilevante degli studi analizzati (*i.a.* Filatochev *et al.*, 2005; Chen *et al.*, 2005; McConaughy *et al.*, 1998, 2001; Morresi 2009b), l'indicatore di performance aziendale prescelto è il *Market-to-Book Value* (MTBV), cioè il rapporto tra valore di mercato e valore contabile del capitale netto. La scelta si giustifica in ragione dei seguenti elementi:

1. inaffidabilità degli indicatori di performance contabile, la cui efficacia valutativa è inficiata dai criteri giuridico-formali in base ai

⁴ Quest'ipotesi si è comunque verificata in un numero trascurabile di imprese.

⁵ L'eventualità in cui alla *sole proprietorship* non si accompagni la presenza di un familiare nel CdA riguarda comunque un numero trascurabile di imprese (e.g. Schiapparelli SpA poi Kinexia SpA).

quali è redatto il bilancio, dalla prospettiva storica su cui lo stesso si fonda, dall'esclusione del valore dei beni tangibili e, soprattutto, dall'influenza di politiche di bilancio discrezionali;

2. adozione dell'ottica valutativa della teoria dell'agenzia, che presuppone la presenza equilibratrice del mercato nella trasposizione, in termini valore dell'impresa, di eventuali valutazioni negative connesse alla presenza di costi di agenzia.

I dati sui MTBV delle società appartenenti al campione di indagine sono stati tratti dalla banca dati Datastream; si segnala, in particolare, che:

1. la variabile è calcolata dalla base-dati separatamente per ogni categoria di titoli emessi (ordinarie, privilegiate, di risparmio); ai fini del presente studio, è stata considerata la sola variabile calcolata con riferimento alle azioni ordinarie;
2. i dati forniscono il MTBV registrato nell'ultimo giorno di borsa aperta di ogni anno.

4.4.5 Variabili di controllo

La scelta dei regressori del modello ha tenuto conto dei fattori cui viene tradizionalmente associata, in letteratura, un grado di influenza non trascurabile sulla variabile dipendente *Market-to-Book Value*. Infatti, l'omissione di variabili rilevanti nel modello, determinando un significativo aumento della varianza dell'errore rispetto a quella della variabile dipendente, potrebbe portare alla stima di regressori distorti. Benché non siano di specifico interesse nello studio condotto, tali variabili non hanno esclusivamente una finalità strumentale, in quanto il loro legame con la variabile dipendente può essere foriero di preziose indicazioni sulle caratteristiche che più influenzano l'andamento economico dell'impresa.

Le variabili utilizzate nel presente studio possono essere ricondotte a due tipologie:

1. variabili di struttura proprietaria, che sono state introdotte con l'obiettivo di 'catturare' la presenza di eventuali costi di agenzia che tipicamente influenzano (negativamente) la valutazione di mercato delle imprese e fanno riferimento al grado di separazione tra proprietà e controllo e al grado di concentrazione degli assetti partecipativi;
2. variabili di natura economico-finanziaria, che colgono alcuni aspetti della struttura finanziaria, della redditività e della classe dimensionale delle imprese che potrebbero avere un'influenza significativa sul *Market-to-Book Value*.

Le variabili di struttura proprietaria utilizzate nel presente studio sono le seguenti:

1. rapporto tra *voting rights* e *cash-flow rights* (VR/CFR), facenti capo all'azionista 'ultimo'. È la tradizionale misura del grado di separazione tra proprietà e controllo, in quanto riflette la distanza tra il potere di influenzare le decisioni strategiche dell'impresa (con particolare riferimento alla nomina/revoca degli amministratori), esercitato attraverso il diritto di voto, e il livello di coinvolgimento finanziario, e quindi del rischio imprenditoriale, dell'azionista di maggioranza, espresso in termini di *cash-flow rights*. A valori maggiori del rapporto tra VR e CFR sono connessi tipicamente maggiori costi di agenzia e quindi maggiori possibilità di subire valutazioni negative da parte del mercato in termini di prezzo di scambio delle azioni (a cui è sensibile il MTBV). Le tecniche di calcolo dei VR e dei CFR utilizzate nell'analisi sono basate sull'approccio di Brioschi *et al.* (1990), ripreso in Morresi (2009b).

In particolare, i *voting rights* si definiscono in relazione alla stabilità del potere di controllo dell'azionista nell'impresa; pertanto, nel caso di gruppi societari, si identificano come la quota partecipativa più debole (minore) all'interno degli assetti partecipativi di gruppo. Una tale conclusione si giustifica nella misura in cui sia più verosimile ritenere, nell'eventualità di *take-over* ostili, che la società più 'appetibile' per un investitore esterno sia quella che sconta una minore presenza dell'azionista capogruppo.

Nei gruppi meno articolati, il calcolo è immediato. A titolo esemplificativo, si consideri il caso del Gruppo ENEL, di cui fanno parte le società quotate ENEL SpA e TERNA SpA. I VR del Ministero dell'Economia in ENEL SpA coincidono con i CFR ed entrambi sono pari alla semplice quota azionaria posseduta (41,834%). Considerazioni simili valgono per i VR e i CFR di ENEL SpA in TERNA SpA (VR = CFR = 50,000%). Volendo calcolare la quota di possesso integrato (CFR) del Ministero dell'Economia in TERNA SpA, il calcolo si riduce alla moltiplicazione tra la quota detenuta dal Ministero in ENEL SpA e la quota detenuta da quest'ultima in TERNA SpA, il cui risultato è 20,917%. Come risulta evidente, l'entità delle cointeressenze finanziarie del Ministero nella società a valle della catena di controllo risulta 'diluita' dalla presenza di una *sub-holding*. Questo fenomeno è indicativo del livello di separazione esistente all'interno del gruppo. Con riferimento, invece, ai VR dell'azionista ultimo nella controllata TERNA

SpA, questi risultano pari alla quota corrispondente all'anello più debole della catena di controllo, nel caso di specie quello tra il Ministero dell'Economia ed ENEL SpA, pertanto i VR saranno pari a 41,834%. Si ritiene, infatti, che un eventuale *take-over* ostile avrebbe ad oggetto la più vulnerabile partecipazione del Ministero in ENEL SpA piuttosto che la partecipazione da questi detenuta in TERNA SpA.

Nei gruppi più complessi, tuttavia, un simile approccio non risulta di facile adozione. La presenza di una pluralità di *sub-holding* tra l'azionista ultimo e la controllata a valle della catena di controllo identifica, propriamente, una 'matrice dei possessi azionari', la cui soluzione richiede l'utilizzo del calcolo matriciale⁶.

A titolo esemplificativo, si consideri il gruppo della famiglia De Benedetti nell'anno 2004. La matrice dei possessi azionari del gruppo nell'anno 2004 risulta composta come illustrato nella tabella seguente (vedi Tab. 1).

Tab. 1 – Matrice dei possessi azionari per il calcolo dei *cash-flow rights* e dei *voting rights* nel gruppo De Benedetti

IMPRESE	1	2	3	4	5	X	CFR	VR	
1	0	0	0	0	0	1	1	1	
2	0,35683	0	0	0	0	0	0,35683	0,35683	
3	0	0,45779	0,01271	0	0	0	0,165456	0,463683	0,35683
4	0	0	0,5011	0,00116	0	0	0,083006	0,501682	0,35683
5	0	0	0,59924	0	0,01374	0	0,100529	0,607588	0,35683

Legenda: 1 = Carlo De Benedetti & figli Sapa, 2 = COFIDE SpA, 3 = CIR SpA, 4 = Gruppo Editoriale L'Espresso SpA, 5 = SOGEFI SpA.

⁶ Si pone:

Y = CFR risultati dalla quota di 'possesso' integrato dell'azionista ultimo;

A = matrice quadrata delle n x n quote di possesso diretto di un'impresa in un'altra;

X = vettore colonna delle n x 1 quote dirette possedute dall'azionista ultimo nelle n imprese.

La soluzione sarà pertanto fornita dalla seguente equazione matriciale:

$$Y = A^T Y + X$$

che, per comodità di calcolo, può essere scritta in forma esplicita, tramite alcuni semplici passaggi algebrici:

$$Y = (I - A^T)^{-1} X$$

che è la formula di risoluzione adottata nello studio.

L'azionista ultimo è rappresentato dalla famiglia De Benedetti che risulta possedere interamente la *holding* Carlo De Benedetti & figli Sapa. Come risulta evidente, l'azionista non entra nella matrice dei possessi azionari, ma la sua presenza nelle aziende del gruppo è evidenziata dai valori del vettore colonna X (in questo caso nella sola capogruppo).

Nella colonna dei VR sono stati riportati i relativi valori dei *voting rights*. È di immediata percezione la distanza tra i VR e i CFR delle due società più a valle della catena di controllo, il Gruppo Editoriale L'Espresso SpA e SOGEFI SpA, in cui, di fatti, il rapporto VR/CFR ha i valori più alti (rispettivamente 4,29883 e 3,54952).

2. differenza tra *voting rights* e *cash-flow rights* facenti capo all'azionista ultimo; è una misura alternativa del grado di separazione tra proprietà e controllo di comune utilizzo, benché meno accurata della prima in quanto influenzata dall'unità di grandezza;
3. *cash-flow rights* dell'azionista ultimo; la variabile, considerata autonomamente, rappresenta una buona *proxy* dell'effetto incentivo in grado di contribuire all'allineamento tra interessi degli azionisti maggioritari e degli azionisti minoritari; pertanto, il legame ipotizzato con la variabile dipendente è di tipo positivo;
4. *ownership type*; è una variabile del tutto innovativa in questo tipo di studi ed è stata ideata per catturare l'effetto che le diverse tipologie di struttura proprietaria possono avere sul MTBV. La variabile è costituita da un vettore di $n - 1$ variabili *dummy* con $n = 5$, che ripartisce il campione in cinque categorie:
 - a. imprese familiari *tout court*;
 - b. imprese *widely held*;
 - c. imprese di proprietà di enti pubblici, amministrazioni locali, Ministero delle Finanze;
 - d. imprese *sole proprietorship*;
 - e. imprese di proprietà di persone giuridiche, di diritto italiano o straniero, in cui non è presente un azionista di riferimento.

Per il legame con la variabile dipendente, valgono in linea generale le considerazioni svolte per la variabile indipendente identificante la natura familiare o non familiare della proprietà. Si ritiene, tuttavia, che sia lecito attendersi un legame positivo e significativo tra la variabile dipendente e la categoria delle imprese *sole proprietorship*, nella misura in cui quest'ultime configurano, tipicamente, società di nuova costituzione e quindi con un valore attuale netto delle opportunità di crescita future (VANOC) tendenzialmente più alto.

Le variabili di natura economico-finanziaria⁷ considerate sono le seguenti:

1. ROA, inteso in senso lato come il rapporto tra reddito operativo e il totale dell'attivo patrimoniale. Un indicatore di redditività alternativo utilizzato è il ROE, comunemente definito come il rapporto tra reddito netto e capitale netto. In quanto indicatori della redditività dell'impresa, il loro legame con la variabile dipendente si suppone positivo;
2. *beta levered*, misura del grado di rischio sistematico in capo agli azionisti ed esprime la relazione tra i rendimenti del titolo e i rendimenti del mercato. In quanto espressione del grado di rischio, il legame supposto con il MTBV è di tipo negativo;
3. volatilità delle azioni, calcolata come deviazione standard su base annuale dei rendimenti mensili calcolati sull'arco temporale 2004-2006; maggiore è il valore della variabile, maggiore è la volatilità del prezzo azionario, pertanto il legame supposto con la variabile dipendente è negativo;
4. *leverage*, calcolato come rapporto tra il totale dei debiti finanziari e il capitale netto. È un indicatore di sintesi della struttura finanziaria dell'impresa e non si registrano a riguardo ipotesi monodirezionali relativamente al rapporto con il MTBV, in quanto ai vantaggi fiscali del debito, a livello personale e societario, ipotizzati dalla teoria del *trade-off*, è necessario tenere in ulteriore considerazione i costi di dissesto/fallimento connessi a un eccessivo ricorso all'indebitamento. Agli sviluppi teorici della teoria del *trade-off* si legano, inoltre, le considerazioni svolte nell'ambito della teoria dell'agenzia e dalla POH;
5. dimensione, misurata come logaritmo naturale del totale dell'attivo patrimoniale⁸. La variabile è finalizzata al controllo di un eventuale *size effect* sull'indicatore di performance. Si ipotizza un legame negativo con la variabile dipendente in virtù delle minori potenzialità di crescita derivanti dalla maturità del *business*;
6. età, misurata come logaritmo naturale del numero di anni dell'impresa dalla sua fondazione⁹. Si condividono, a riguardo, le stesse considerazioni svolte in merito alla variabile 'dimensione'.

⁷ Le variabili di cui ai successivi punti da 1 a 5 sono state tratte dalla base dati Datastream.

⁸ La trasformazione logaritmica si è resa necessaria al fine di contenere la variazione su diversi ordini di grandezza sulla variabile considerata.

⁹ La fonte principalmente utilizzata per determinare l'anno di fondazione delle imprese considerate è il 'CALEPINO dell'azionista', unitamente alle informazioni disponibili sui siti web delle società.

4.4.6 Modello di regressione

Il campione d'indagine, come già accennato, è una matrice di dati *panel* formata dalle osservazioni di 193 aziende nell'arco di 3 anni (2004-2006), per un totale di 579 osservazioni. Per questo genere di informazioni si utilizzano tipicamente modelli di regressione lineare con *industry fixed effects*, in grado di catturare quegli effetti relativi al settore industriale che non sono suscettibili di misurazione diretta. La ripartizione settoriale, ai fini del presente studio, è stata condotta utilizzando la base dati Datastream e ha tenuto conto, pertanto, di 17 settori: *Utility*, Telecomunicazioni, *Real Estate*, Servizi e prodotti industriali, Viaggi e tempo libero, Salute, Materiali edili e industria immobiliare, Cibo e bevande, Beni per la persona e la cura della casa, Prodotti tecnologici, Industria automobilistica e componenti, Media, *Holding* finanziarie, *Retail*, Petrolio & Gas, *Basic resources* e Chimico.

Sono state, quindi, introdotte 16 variabili *dummy* assumendo il settore *Utility* come settore di base.

Infine sono state utilizzate nel modello $n - 1$ variabili *dummy* con $n = 3$ pari al numero degli anni considerati nell'indagine, assumendo il 2004 come anno di base.

Sulla scorta di quanto appena esposto, il modello di regressione utilizzato è descritto dalla seguente formula:

$$\begin{aligned}
 MTBV_{it} = & \alpha + \beta_1 FNF_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \beta_3 VOL_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} \\
 & + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 TOTATT_{it} + \beta_8 ETA_{it} + \beta_9 CFR_{it} + \beta_{10} VR.CFR_{it} \\
 & + \bar{\beta} \cdot \overline{OT}_{it} + \bar{\beta}_y \cdot \overline{Y}_{it} + \bar{\beta}_{in} \cdot \overline{IN}_{it}
 \end{aligned}$$

Dove:

$MTBV_{it}$ = variabile dipendente identificante il *Market-to-Book Ratio*;

FNF_{it} = variabile indipendente binaria che assume valore 0 se l'impresa è non familiare, 1 se familiare;

$BETA_{it}$ = variabile economico-finanziaria *beta levered*;

VOL_{it} = variabile economico-finanziaria 'volatilità delle azioni';

LEV_{it} = variabile economico-finanziaria *leverage*;

ROA_{it} = variabile economico-finanziaria 'Return on Assets';

ROE_{it} = variabile economico-finanziaria 'Return on Equity';

$TOTATT_{it}$ = variabile economico-finanziaria 'dimensione dell'impresa', misurata come logaritmo naturale del totale dell'attivo patrimoniale;

ETA_{it} = variabile economico-finanziaria 'età' misurata come logaritmo naturale del numero di anni dalla fondazione;

CFR_{it} = variabile di governance ‘*cash-flow rights*’ dell’azionista ultimo;
 $VR.CFR_{it}$ = variabile di governance ‘rapporto tra *voting rights* e *cash-flow rights*’;

\overline{OT}_{it} = vettore formato da 4 variabili *dummy* identificanti l’*ownership type*;

\overline{Y}_{it} = vettore formato da 2 variabili *dummy* riguardanti gli anni analizzati;

\overline{IV}_{it} = vettore formato dalle 16 variabili *dummy* di settore.

4.4.7 Risultati dello studio

Si procede nel seguito a un commento dettagliato delle evidenze descrittive e dell’analisi di regressione condotta sulla scorta delle considerazioni svolte nei precedenti paragrafi.

Si forniscono dapprima alcuni dati sulla distribuzione settoriale del campione, con riguardo alla distinzione operata tra imprese familiari e non familiari, nonché i valori medi registrati per le variabili oggetto d’analisi nei due sottogruppi, procedendo a una prima valutazione comparata. Successivamente, si presentano i risultati della regressione, con riguardo al segno e alla significatività dei coefficienti dei regressori utilizzati nel modello e alla coerenza delle evidenze emerse rispetto alle ipotesi sottese alle diverse variabili. In questa sede, al fine di verificare se alcune variabili potessero essere ‘ridondanti’, specie per quelle utilizzate come *proxy* dello stesso fenomeno, si è proceduto ad utilizzare specificazioni alternative del modello di regressione iniziale, operando una graduale eliminazione delle variabili non significative. Infine si tracciano alcune linee interpretative sui risultati dello studio condotto, in particolare con riguardo alle influenze delle condizioni di contesto sull’analisi, ai limiti metodologici e ai potenziali spunti di indagine per eventuali future ricerche sul tema.

4.4.8 Statistiche descrittive

Dalla Tab. 2 emerge che i settori maggiormente rappresentati sono quello dei prodotti e servizi per l’industria (19,5%), beni per la persona e la casa (13,3%), tecnologico (9,7%) e delle *utilities* (8,7%), che costituiscono complessivamente il 51,3% del campione considerato. L’evidenza conferma la naturale vocazione di queste tipologie di imprese a raggiungere scale produttive elevate, cui si lega il necessario ricorso all’*equity* esterno come strumento di finanziamento sostenibile per una duratura strategia di crescita dimensionale.

In linea generale, l’impresa familiare costituisce il modello di *governance* predominante, con un tasso di incidenza sul campione del 67,7%

(vedi Tab. 3). Con riguardo alla distribuzione settoriale (vedi Tab. 4), il *business* familiare risulta prevalente nei settori manifatturieri e *labour intensive*, quali il settore dei beni per la casa e la persona (92,3%), alimentare (83,3%), media (78,6%) e industria dello spettacolo e dell'intrattenimento (70%); la presenza della famiglia è alquanto ridotta o simile a quella delle imprese non familiari nel settore tecnologico (52,6%), petrolifero (50%) e dei prodotti industriali (65,8%), laddove risulta, invece, minoritaria nel settore delle risorse naturali (33,3%), del *retail* (40%) e dei servizi pubblici (11,8%). Trova conferma quindi il dato secondo cui le imprese familiari tendono a specializzarsi in settori che richiedono minori investimenti in sviluppo tecnologico, che preferiscono strategie 'sicure' e meno rischiose e che assicurino comunque un livello competitivo di servizi al cliente. Le imprese a carattere familiare si rivelano maggiormente orientate, comparate con quelle non familiari, a focalizzarsi in nicchie di mercato, nelle quali sia possibile differenziare il prodotto/servizio e operare solo in alcune fasi concrete del processo produttivo, con una minore integrazione verticale nella catena del valore. Inoltre, la loro presenza è più alta in settori la cui attività può considerarsi un'estensione di quella della famiglia (settori tessile e alimentare, ad esempio) o lo sviluppo 'naturale' del patrimonio (settore agricolo e vitivinicolo, per citarne alcuni) o la continuità di una posizione ideologica (settore editoriale). L'eterogeneità nella ripartizione settoriale tra imprese familiari e non familiari dà evidenza della necessità del 'controllare' l'*industry effect* nell'analisi di performance.

La Tab. 5 mostra i valori di media, mediana e deviazione standard delle variabili considerate, relativamente ai due gruppi di imprese, familiari e non familiari; contestualmente, si riportano i risultati dei test parametrici (*t-student*) e non parametrici (*test di Kruskal-Wallis*) condotti per verificare la significatività statistica delle differenze osservate. L'utilizzo di test non parametrici è sembrato opportuno in considerazione del fatto che, da un controllo grafico sulla bontà di adattamento delle curve (effettuato tramite *Q-Q plot*¹⁰ e *detrended Q-Q plot*), risulta che la distribuzione di alcune variabili (MTBV, volatilità, ROE, totale dell'attivo, età, CFR, VR/CFR e VR-CFR) è abbastanza dissimile rispetto alla normale.

Le statistiche descrittive, relativamente alle variabili osservate, suggeriscono le seguenti considerazioni:

¹⁰ Il *Q-Q plot* confronta la distribuzione cumulata della variabile osservata con la distribuzione cumulata della normale. Se la variabile osservata presenta una distribuzione normale, i punti di questa distribuzione congiunta si addensano sulla diagonale che va dal basso verso l'alto e da sinistra verso destra.

1. il MTBV delle imprese familiari è mediamente più alto (2,11) del MTBV delle imprese non familiari (1,96), ma il risultato non è statisticamente significativo neanche nel caso dell'impiego di test non parametrici ($p = 0,881$); il dato sarà oggetto di maggiore approfondimento e verifica nell'analisi regressiva;
2. con riferimento all'indice di *leverage*, le imprese familiari risultano mediamente più indebitate (41,60 rispetto a 35,65 delle imprese non familiari); il dato potrebbe giustificarsi nella misura in cui, ipotizzando l'adozione di una strategia di gerarchia delle fonti, la chimera della diluizione della quota proprietaria potrebbe indurre l'azionista familiare, in condizioni di scarsità delle risorse internamente generate, a coprire il fabbisogno di investimenti tramite il ricorso all'indebitamento¹¹; il maggior rischio finanziario che ne consegue potrebbe giustificare le discrepanze rilevate nei valori medi del *beta levered* (6,06 per le imprese familiari contro i 0,76 delle imprese non familiari) e della volatilità dei rendimenti azionari (2,84 contro 0,24), in termini di maggiori costi di agenzia del debito e di dissesto/fallimento, così come ipotizzato dalla teoria del *trade-off*. L'evidenza, comunque, è debole (nel test *t-Student*, il livello di significatività delle differenze riscontrate tra *beta levered* e il grado di volatilità è rispettivamente $p = 0,489$ e $p = 0,492$);
3. i maggiori valori medi degli indici di performance contabile delle imprese familiari ($ROA = 2,978$ $ROE = 0,8420$) rispetto alle imprese non familiari ($ROA = 1,344$ $ROE = -12,83$) risultano coerenti con le discrepanze rilevate tra i valori medi dei MTBV, benché il dato risulti significativo solo al livello del 10% (nei test *t-Student*, rispettivamente $p = 0,081$ e $p = 0,07$);
4. le discrepanze in termini di dimensione ed età tra imprese familiari e non familiari sono in linea con i dati evidenziati dagli studi analizzati (benché statisticamente poco significative); in particolare, le imprese familiari risultano più piccole (la media dell'attivo patrimoniale delle imprese familiari è di 2.428.820,98 US\$ contro i 3.978.409,12 US\$ delle imprese non familiari) e moderatamente più giovani (l'età media per le imprese familiari è di circa 43 anni contro i 47 delle imprese non familiari), confermando le maggiori difficoltà riscontrate dal capitalismo familiare nel porre in atto strategie di crescita dimensionale; criticità a cui tuttavia si affianca

¹¹ Il ricorso all'indebitamento si giustificerebbe anche in relazione ai vincoli personali di ricchezza dei membri della famiglia, che potrebbero impedire ulteriori investimenti di capitale di rischio (Venanzi, 2010).

- un piglio imprenditoriale più dinamico e propositivo che coadiuva il processo di quotazione delle imprese familiari;
5. considerazioni statisticamente più robuste¹² possono svolgersi con riferimento alle variabili di struttura proprietaria identificanti il grado di concentrazione proprietaria (CFR) e il livello di separazione tra proprietà e controllo (VR/CFR e VR-CFR). I dati, infatti, segnalano che l'impresa familiare ha un livello di concentrazione proprietaria significativamente più elevato rispetto a quello non familiare (CFR medio pari al 47,20% contro il 34,40% delle imprese non familiari; CFR mediano 49,73% vs. 28,78%); con riferimento agli indicatori di separazione proprietà/controllo, parimenti l'impresa familiare risulta operare un grado di separazione significativamente maggiore di quello operato dalle imprese non familiari (rapporto medio VR/CFR pari a 1,96 contro 1,19 delle imprese non familiari; *wedge* medio pari a 0,07 contro lo 0,02 delle imprese non familiari).

4.4.9 Analisi di regressione

La Tab. 6 mostra i risultati dei modelli di regressione utilizzati includendo, rispettivamente, il ROA e il ROE come indicatori di performance contabile¹³.

I risultati evidenziano un legame negativo, ma non significativo tra la natura familiare della struttura proprietaria delle imprese e il *Market-to-Book Value* (t -value = -0,2962 con livello di significatività $p = 0,767$). Sembra, dunque, trovare supporto l'ipotesi di 'neutralità' della proprietà familiare sulla performance di mercato, lasciando intendere che le valutazioni circa la positività del legame tra risultati aziendali e *familiness* di un'impresa (sottese sia alle ipotesi originali della teoria dell'agenzia che agli sviluppi teorici delle recenti teorie *stewardship* e *resource-based*) siano vanificate dalla presenza di altrettante valutazioni negative espresse dal mercato circa la presenza di costi di agenzia ineliminabili e strettamente connessi alle criticità strutturali proprie della *governance* delle imprese familiari. L'impresa familiare, pertanto, pur configurando un assetto proprietario potenzialmente immune alle diseconomie derivanti dalla proprietà diffusa e in grado di realizzare una partecipazione più attiva degli *shareholders* al governo aziendale, non

¹² Le differenze sono statisticamente significative al livello del 5% per tutte le variabili (vedi Tab. 5) sia nel *test-Student* che nel *test di Kruskal-Wallis*.

¹³ Nel seguito si riportano i risultati del primo modello (ROA), specificando all'occorrenza le eventuali discrepanze del secondo modello (ROE).

sembra identificare, sotto il profilo dei costi di agenzia, un modello di per sé vincente o perdente ai fini della performance aziendale.

Relativamente alle altre variabili esplicative, pur con le accortezze valutative rese opportune dal ridotto valore del coefficiente di determinazione del modello¹⁴ ($R^2 = 0,39$, $Adj. R^2 = 0,32$), si possono trarre, in linea generale, le seguenti considerazioni:

1. la variabile LEV evidenzia un legame positivo e significativo a livello del 5% ($t\text{-value} = 2,45$, $p = 0,0165$) con la misura di performance di mercato; sul regressore non erano state formulate ipotesi unilaterali circa il segno del legame con la variabile dipendente, in quanto il quadro valutativo offerto dalle teorie sulla struttura finanziaria delle imprese non risulta scevro da ambiguità applicative: da un lato, il debito (e quindi un valore più elevato dell'indice di *leverage*) è foriero di benefici fiscali non irrilevanti, stante la deducibilità degli oneri finanziari, e pertanto altamente appetibile per l'impresa; dall'altro, un eccessivo ricorso all'indebitamento può favorire il passaggio dal dissesto economico al dissesto finanziario, esponendo l'impresa a subire una riduzione significativa in termini di valore, la cui entità è pari al valore attuale dell'ammontare dei costi di fallimento per la probabilità che il fallimento si verifichi¹⁵. Tuttavia, al debito sono connessi benefici di agenzia non indifferenti, in quanto ha il vantaggio di ridurre sensibilmente i costi di agenzia dovuti a un'eccessiva separazione tra proprietà e controllo, aumentando la quota di *equity* del proprietario-*manager*. Il debito, in questa prospettiva, svolgerebbe un ruolo disciplinante della condotta dei *manager*, riducendo l'ambito di discrezionalità del *management* e, quindi, il rischio di comportamenti sub-ottimali per gli azionisti. A queste considerazioni è possibile riferirsi nell'interpretare il legame positivo tra livello di indebitamento e performance di mercato. Inoltre, nelle imprese familiari, il maggior ricorso al debito, come già in precedenza evidenziato, si giustificerebbe nella misura in cui l'azionista di controllo, da un lato tende ad evitare eccessive diluizioni della quota di controllo, dall'altro deve sopperire con fonti esterne alla carenza di risorse interne o personali per la copertura del fabbisogno di investimenti dell'impresa;

¹⁴ Coerente, tuttavia, con i valori registrati in una parte rilevante della *review* empirica analizzata.

¹⁵ In particolare, i costi di fallimento si sostanziano nella possibilità che i *policy makers* dell'azienda effettuino decisioni di investimento sub-ottimali indotte dalla presenza del debito rischioso, cui il mercato può cautelarsi con una rinegoziazione continua del contratto di debito (Venanzi, 2010).

2. le variabili VOL e BETA non forniscono evidenze di rilievo; il loro legame con la variabile dipendente risulta statisticamente poco robusto a tutte le specificazioni del modello. L'assenza di significatività nel legame tra la performance di mercato e i principali indicatori di rischiosità dell'impresa corrobora le considerazioni svolte in sede di disamina delle statistiche descrittive, laddove i due sottogruppi di imprese, imprese familiari e non familiari, non scontavano differenze statisticamente significative tra i valori medi registrati;
3. il legame dell'indicatore di performance contabile (ROA) con il MTBV risulta, come atteso, positivo e altamente significativo ($t\text{-value} = 3,86$, $p = 0,00016$, significativo pertanto a livello dello 0,1%); il legame registrato dà evidenza, pertanto, della prevedibile interconnessione tra la performance contabile e la performance di mercato dell'impresa; nel secondo modello di regressione, invece, il ROE non evidenzia legami significativi con la variabile (vedi Tab. 6);
4. la variabile *proxy* della dimensione aziendale (TOTATT) non fornisce evidenze di rilievo, circostanza che ne indebolisce la portata informativa; il legame con la variabile dipendente, in entrambi i modelli, è negativo (quindi coerente con le ipotesi assunte), ma non significativo (rispettivamente, $p = 0,286$ e $p = 0,177$);
5. per quanto riguarda la variabile ETA, il coefficiente si mantiene negativo e altamente significativo (a livello dell'1%) in entrambi i modelli (rispettivamente, $p = 0,0096$ e $p = 0,0071$). Il risultato è coerente con le ipotesi formulate sulla variabile, indicando che, al crescere dell'età, «l'impresa tende a raggiungere una posizione di maturità e stabilità nel *business* in cui opera, elemento che potrebbe provocare una riduzione delle opportunità di crescita» (Morresi, 2009b), facendo venir meno, inoltre, l'effetto benefico della presenza della prima generazione imprenditoriale nei posti di comando;
6. con riferimento alle variabili segnaletiche della potenziale presenza di costi/benefici di agenzia dovuti al grado di concentrazione proprietaria (CFR) e al livello di separazione tra proprietà e controllo (VR/CFR), i risultati sono statisticamente significativi (al livello del 10%) esclusivamente nel primo modello e solo con riguardo alla variabile VR/CFR ($p = 0,079$); la Tab. 5 mostra, infatti, un legame negativo tra il rapporto *voting rights/cash-flow rights* e la performance di mercato, corroborando le ipotesi sull'effetto ridimensionante, in termini di risultati aziendali, dei costi di agenzia connessi a strutture proprietarie che attuano un livello di separazione troppo elevato tra proprietà e controllo. Il problema

è particolarmente avvertito nelle imprese familiari, laddove, come evidenziato in sede di disamina delle statistiche descrittive, il valore medio della variabile è significativamente più alto rispetto alle imprese non familiari;

7. si segnala, inoltre, un legame significativo e positivo tra la variabile identificante la struttura proprietaria *sole proprietorship* e la variabile dipendente; il risultato potrebbe sottendere potenziali valutazioni positive del mercato relativamente a quelle realtà aziendali caratterizzate dalla presenza del socio fondatore, cui tradizionalmente sono connesse maggiori opportunità di crescita futura.

Nella terza parte della Tab. 6, infine, si è proceduto ad eliminare dal modello, una alla volta, le variabili non significative e potenzialmente ‘ridondanti’, in particolar modo quelle utilizzate come *proxy* dello stesso fenomeno (VR/CFR e CFR; BETA e LEV) e quindi verosimilmente correlate tra loro in maniera forte. Questa ulteriore specificazione del modello non altera il segno dei coefficienti dei regressori, ma ne aumenta sensibilmente la significatività (la variabile ETA diventa significativa a livello dello 0,1% con $p = 1,037 \cdot 10^{-5}$ e la variabile VR/CFR a livello del 5% con $p = 0,0151$). Tuttavia, il legame oggetto di indagine tra la natura familiare o non familiare della struttura familiare (FNF) e la performance di mercato (MTBV) non risulta alterato, confermando le considerazioni precedentemente svolte.

4.4.10 Limiti metodologici e spunti per un approfondimento della ricerca

L’indagine risente, in particolare, dell’eccessiva ‘rigidità’ del fattore *family ownership* nel fornire evidenze sulla valutazione di mercato delle imprese familiari, indebolendone la portata informativa.

Ulteriori specificazioni del controllo familiare dell’impresa, quali la presenza di familiari negli organi di comando, potrebbero fornire evidenze più marcate del legame tra *familiness* e risultati aziendali. La maggior parte degli studi analizzati, infatti, rilevano un legame significativo tra presenza dei familiari nel CdA e performance (*i.a.* Anderson, Reeb, 2003; Mishra *et al.*, 2001; Ben-Amar, André, 2006; Barontini, Caprio, 2006; Morresi, 2009b), qualora la gestione venga affidata a un *manager* professionista; il mercato, infatti, sembra apprezzare il ruolo di monitoraggio svolto dai familiari sull’operato del *management*. Di segno incerto è invece il legame tra la gestione aziendale affidata a un familiare e la performance di mercato; talora si registrano legami negativi e significativi in virtù del maggiore inasprimento dei costi di *entrenchment effect* che tale conformazione di *governance* comporta (*i.a.* Morresi, 2009b; Volpin, 2002), talora legami di

segno opposto (*i.a.* Ben-Amar, André, 2006; Maury, 2006).

Pertanto il semplice controllo detenuto da una famiglia o da un individuo potrebbe, di per sé, non essere rilevante ai fini del legame positivo con la performance. Infatti, come rileva Morresi (2009a): «la significatività viene meno se si usa la variabile che qualifica come impresa familiare solo il caso in cui la famiglia è il principale azionista identificato, escludendo, perciò, i casi in cui il principale azionista sia una società non quotata per la quale non è stato possibile identificare l'azionista di riferimento, nonché le imprese che avevano la famiglia come maggiore azionista ma con familiari coinvolti nella gestione: sembra che il coinvolgimento nella gestione influenzi i risultati».

Un aspetto suscettibile di ulteriore approfondimento riguarda le criticità connesse al passaggio generazionale, che risulta particolarmente rappresentativo del tessuto imprenditoriale italiano, ma che non riceve un'adeguata attenzione negli studi sul *family business* a livello nazionale. Secondo un luogo comune: 'la prima generazione crea, la seconda sviluppa e la terza distrugge' e studi su scala nazionale testimoniano che un'azienda su tre non sopravvive alla prima generazione. Solo il 35% delle aziende familiari, inoltre, mantiene la stessa proprietà dalla prima alla seconda generazione, mentre dalla seconda alla terza la percentuale scende al 15% (Manzone, Trento, 2000). Si tratta di un fenomeno trasversale ai settori e alle dimensioni delle aziende, che assume un peso rilevante non solo all'interno della situazione dell'economia italiana, ma anche di quella europea.

4.5 Conclusioni

Le evidenze sul *family business* sono numerose e si prestano, con tutta evidenza, a considerazioni di varia natura. La ricerca dei *driver* della performance aziendale tiene conto delle particolari sinergie organizzative e relazionali fornite dalla presenza di *sentient system* alla guida del governo societario e, al contempo, delle criticità connesse alla commistione tra interessi 'domestici' e interessi economici dell'impresa, non di rado percepita dall'azionista familiare come un'ingarbugliata matassa di ineliminabili cointeressenze. La letteratura sembra suggerire che l'affidamento della gestione dell'impresa a professionisti qualificati, sotto l'attenta sorveglianza dei familiari, costituisca l'assetto governativo più idoneo a migliorare la valutazione di mercato delle imprese familiari.

Quali evidenze, invece, per la proprietà familiare? Da quanto è emerso nella presente indagine, la natura familiare degli assetti proprietari di

un'impresa non ne influenza significativamente la redditività. Le cause di eventuali sotto-performance delle imprese familiari vanno ricercate altrove, in particolare, come già accennato, nelle criticità legate alle deleghe di potere, ai passaggi generazionali o al processo di internazionalizzazione. Tuttavia, con riferimento ad alcune variabili oggetto di studio, e ai profili aziendalistici esaminati nei precedenti capitoli, si possono trarre alcune considerazioni di massima:

1. L'*habitat* economico in cui si trovano ad operare le imprese italiane sembra favorire la presenza del controllo di diritto, attuato mediante massicce e poco diversificate partecipazioni societarie e articolate strutture di gruppo. Tali aspetti segnalano la scarsa contendibilità dei pacchetti azionari di maggioranza nel mercato del controllo societario, cui contribuisce la limitatezza del flottante medio circolante sulla borsa valori. Infatti, come rivelano i dati 2010 della Relazione annuale della Consob, solo il 12% delle società di Borsa Italiana (32 su 271) sono contendibili e pesano solo per il 20,7% sull'intera capitalizzazione di Piazza Affari. Il resto del listino è blindato dalle controllate: di diritto (129), di fatto (49) e da patti parasociali (8). Il flottante medio delle società dell'indice Ftse Mib, secondo la relazione, è del 57,9%, ma scende al 40,7% se si considera tutto il mercato. E nelle matricole il dato è ancora più basso: per le 'debuttanti' dal 2008 a oggi sul listino principale il flottante medio è solo del 30,5% e addirittura il 23,7% per quelle sull'Aim, il mercato delle piccole imprese. Pesa, inoltre, sulla valutazione la scarsa tutela accordata all'azionista che rende più appetibile (talvolta, inevitabile) ricorrere a una forte concentrazione degli investimenti. E questo è tanto più vero nel caso delle imprese familiari, come risulta evidente dai dati presentati: i CFR medi nelle imprese familiari sono significativamente più alti dei valori registrati nel sottogruppo delle imprese non familiari, confermando la maggiore concentrazione che caratterizza il capitalismo familiare;
2. l'impresa familiare realizza un grado di separazione tra proprietà e controllo significativamente maggiore di quello attuato dall'impresa non familiare. La variabile *proxy* dell'effetto, ovvero il rapporto tra *voting rights* e *cash-flow rights* facenti capo all'azionista ultimo, risulta inoltre negativamente correlata con la performance di mercato, segnalando che un'eccessiva separazione tra proprietà e controllo non è ben vista dal mercato. Il *trend*, tuttavia, è decrescente con riferimento a entrambi i sottogruppi di imprese: il rapporto VR/CFR medio nelle società appartenenti al campione si riduce

infatti, per le imprese familiari, dal 2,02 del 2004 al 1,94 del 2006, per le imprese non familiari dal 1,22 al 1,17. In questo trovano quindi conferma i dati di Bianchi, Bianco (2008) sulla riduzione graduale del 'gruppo' come forma di *governance* in grado di attuare una sostanziale separazione tra proprietà e controllo. Come segnala Venanzi (2010): «L'importanza che ha assunto il gruppo in Italia negli anni '90 (il 60% delle società quotate e oltre l'80% della capitalizzazione nel 1990) si è ridotta, infatti, gradualmente negli anni più recenti (rispettivamente il 25% e il 49% nel 2007). Inoltre è cambiata la struttura dei gruppi, con una riduzione delle caratteristiche a maggiore potenziale di espropriazione da parte del soggetto di controllo nei confronti degli azionisti di minoranza: dal 1990 al 2007 si è dimezzato il numero medio di società appartenenti al gruppo (da 5 a 2,5), si è ridotto a un terzo il numero delle controllate nei gruppi piramidali (dal 38% al 12%) e si è dimezzata la leva azionaria media (da 4,8 a 2,3)».

Il peculiare modello di *governance* che l'impresa familiare realizza, scevro dalle implicazioni dannose di un'eccessiva separazione tra proprietà e controllo, ma vulnerabile alle distorsioni organizzative connesse ad assetti partecipativi poco diluiti, non identifica, sotto il profilo dei costi di agenzia, un modello di per sé vincente o perdente. Benché sia lecito ritenere che il capitalismo familiare, per le sue caratteristiche peculiari, sia maggiormente predisposto a ospitare al suo interno gli schemi relazionali teorizzati dalla *stewardship theory* e a generare quel complesso di risorse aziendali 'inimitabili' che la *resource-based view* associa a duraturi vantaggi competitivi, è altrettanto plausibile che tali paradigmi interpretativi risultino più verosimili in organizzazioni di minori dimensioni, dove l'apporto dei familiari all'impresa mantiene la sua originaria efficacia propulsiva e non risulta, per converso, veicolato dagli inevitabili schemi organizzativi e decisionali richiesti nelle grandi organizzazioni.

Tab. 2 – Distribuzione settoriale del campione d'indagine

Settore	Frequenza	Percentuale
Industria automobilistica e componenti (11)	7	3,6
Basic resources (16)	3	1,5
Chimico (17)	5	2,6
Materiali edili e industria immobiliare (7)	16	8,2
Holding finanziarie (13)	5	2,6
Cibi e bevande (8)	6	3,1
Salute (6)	3	1,5
Servizi e prodotti industriali (4)	38	19,5
Media (12)	14	7,2
Petrolio & Gas (15)	4	2,1
Beni per la persona e la cura della casa (9)	26	13,3
Reale Estate (3)	11	5,6
Retail (14)	5	2,6
Tecnologia (10)	19	9,7
Telecomunicazioni (2)	6	3,1
Viaggi e tempo libero (5)	10	5,1
Utilities (1)	17	8,7
Totale	195	100,0

Tab. 3 – Suddivisione del campione in imprese familiari e non familiari

Familiare vs. Non familiare	Frequenza	Percentuale %
Non familiare	63	32,3
Familiare	132	67,7
Totale	195	100,0

Tab. 4 – Tavola di contingenza delle imprese del campione suddivise per settore e tipologia del soggetto controllante (familiare *vs* non familiare)

Settore		Familiare <i>vs</i> Non familiare		Totale
		Non familiare	Familiare	
Ind. autom. e comp. (11)	Conteggio	1	6	7
	% entro Settore	14,3%	85,7%	100,0%
Basic Resources (16)	Conteggio	2	1	3
	% entro Settore	66,7%	33,3%	100,0%
Chimico (17)	Conteggio	1	4	5
	% entro Settore	20,0%	80,0%	100,0%
Mater. ed. e ind. immob. (7)	Conteggio	2	14	16
	% entro Settore	12,5%	87,5%	100,0%
Holdings finanz. (13)	Conteggio	2	3	5
	% entro Settore	40,0%	60,0%	100,0%
Cibi e bevande (8)	Conteggio	1	5	6
	% entro Settore	16,7%	83,3%	100,0%
Salute (6)	Conteggio	1	2	3
	% entro Settore	33,3%	66,7%	100,0%
Serv. e prod. industr. (4)	Conteggio	13	25	38
	% entro Settore	34,2%	65,8%	100,0%
Media (12)	Conteggio	3	11	14
	% entro Settore	21,4%	78,6%	100,0%
Petrolio & Gas (15)	Conteggio	2	2	4
	% entro Settore	50,0%	50,0%	100,0%
Beni pers. e cura casa (9)	Conteggio	2	24	26
	% entro Settore	7,7%	92,3%	100,0%
Real Estate (3)	Conteggio	2	9	11
	% entro Settore	18,2%	81,8%	100,0%
Retail (14)	Conteggio	3	2	5
	% entro Settore	60,0%	40,0%	100,0%
Tecnologia (10)	Conteggio	9	10	19
	% entro Settore	47,4%	52,6%	100,0%

Telecom. (2)	Conteggio	1	5	6
	% entro Settore	16,7%	83,3%	100,0%
Viaggi e t. lib. (5)	Conteggio	3	7	10
	% entro Settore	30,0%	70,0%	100,0%
Utilities (1)	Conteggio	15	2	17
	% entro Settore	88,2%	11,8%	100,0%
Totale	Conteggio	63	132	195
	% entro Settore	32,3%	67,7%	100,0%

Tab. 5 – Statistiche descrittive delle variabili oggetto di studio

Variabile	Familiare				Non familiare				t-test	K-W
	N	μ	Me	σ	N	μ	Me	σ		
MTBV	132	2,11	1,88	1,52	63	1,96	1,66	1,10	0,711	0,881
BETA	127	6,06	0,74	59,03	60	0,76	0,71	0,60	0,694	0,661
VOL	128	2,84	0,23	29,42	61	0,24	0,21	0,11	0,689	0,573
LEV	131	41,60	42,80	23,04	60	35,65	42,30	54,81	1,057	0,646
ROA	131	2,98	2,99	5,81	61	1,34	2,75	6,93	1,757	0,129
ROE	128	0,84	8,05	34,68	61	-12,84	4,65	71,24	1,778	0,128
TOTATT	132	2428820,99	376058,67	9313189,74	62	3978409,13	355961,50	12484513,96	0,965	0,987
ETA	132	42,60	28,50	36,57	63	46,94	28,00	43,41	0,728	0,914
CFR	132	0,47	0,50	0,19	62	0,34	0,29	0,20	4,347	0,000
VR/CFR	132	1,96	1,00	5,20	63	1,19	1,00	0,55	1,170	0,016
VR-CFR	132	0,07	0,00	0,10	63	0,03	0,00	0,07	3,036	0,005

Legenda: N = numero di osservazioni, μ = media, Me = mediana, σ = deviazione standard, t-test = test t-Student del confronto tra le medie dei due sottogruppi (supposta varianza uguale), K-W = test non parametrico di Kruskal-Wallis del confronto tra le medie dei due sottogruppi.

Tab. 6 – Modelli di regressione della variabile dipendente
Market-to-Book Value (MTBV)

Variabile	Modello 1				Modello 2				Modello 3			
	Coeff.	σ	t-value	p	Coeff.	σ	t-value	p	Coeff.	σ	t-value	p
Costante	2,7445	1,5226	1,8024	0,0734	1,6646	1,5779	1,0550	0,2931	1,5413	0,7846	1,9644	0,0510
FNF	-0,2723	0,9191	-0,2962	0,7675	0,2695	0,9475	0,2844	0,7765	0,0611	0,2011	0,3038	0,7616
BETA	0,0492	0,1728	0,2847	0,7762	0,1690	0,1773	0,9534	0,3419				
VOL	-0,9850	1,2060	-0,8168	0,4153	-2,0534	1,2247	-1,6766	0,956				
LEV	0,00765*	0,0032	2,4231	0,0165	0,0067*	0,0033	2,0292	0,0441				
ROA	0,0899***	0,0233	3,8646	0,0002					0,0953***	0,0198	4,8138	3,13·10 ⁻⁶
ROE					-0,0023	0,0017	-1,3551	0,1773				
TOTATT	-0,0748	0,0698	-1,0715	0,2856	-0,0219	0,0713	-0,3077	0,7587				
ETA	-0,2530**	0,0965	2,6221	0,0096	-0,2742**	0,1005	-2,7283	0,0071	-0,3854***	0,0849	-4,5378	1,04·10 ⁻⁶
CFR	-0,3484	0,8034	-0,4337	0,6651	0,2154	0,8228	0,2618	0,7939				
VR/CFR	-2,9605	1,7785	-1,6646	0,0980	-2,9137	1,8585	-1,5677	0,1189	-3,8566*	1,5725	-2,4525	0,0151
TDUM05	-1,4708	1,4482	-1,0157	0,3114	-2,4539	1,5229	-1,6114	0,1091				
TDUM06	2,5648***	0,9574	2,6788	0,0082	3,0987**	1,0079	3,0745	0,0025	2,9582	2,0373	1,4520	0,1483
WID	-0,2809	0,8939	-0,3142	0,7538	0,5402	0,9055	0,5966	0,5517				
PUB	-0,1656	0,9440	-0,1755	0,8610	0,4192	0,9716	0,4315	0,6667				
SOLE	0,9070*	0,4301	2,1087	0,0366	0,6710	0,4469	1,5015	0,1352	1,1254**	0,3724	3,2637	0,0013
SOC	-0,0786	0,9275	-0,0848	0,9326	0,2170	0,9643	0,2250	0,8223				
Oss.	551				552				567			
R^2	0,3873				0,3293				0,2768			
<i>Adj. R</i> ²	0,3184				0,2724				0,2608			
<i>p-value</i>	2,44·10 ⁻⁶				1,68·10 ⁻⁴				4,36·10 ⁻⁹			

Legenda: nel Modello 1 la variabile di controllo della performance utilizzata è il ROA, nel Modello 2 il ROE. Il Modello 3 è una specificazione del Modello 1 derivato utilizzando le sole variabili statisticamente significative. Coeff. = coefficiente di regressione e relativa significatività statistica; σ = errore standard per dat panel; t = statistica t di Student; p = livello di significatività osservato; Oss. = numero di osservazioni valide; R^2 , *Adj. R*² = indicatori sulla bontà di adattamento dei modelli.

BIBLIOGRAFIA

- ADAMS J., TASCHIAN A., SHORE T. (1996), *Ethics in Family and Non Family Firms: An Exploratory Study*, in «Family Business Review», vol. 9, n. 2, pp. 157-170.
- ADAMS R., ALMEIDA H., FERREIRA D. (2005), *Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance*, in «The Review of Financial Studies», vol. 18, n. 4, pp. 1404-1432.
- ALCORN P. (1982), *Success and Survival in the Family-Owned Business*, New York, McGraw-Hill.
- AMORE M., MINICHILLI A., CORBETTA G. (2011), *How Do Managerial Successions Shape Corporate Financing Policies in Family Firms?*, in «Journal of Corporate Finance», vol. 17, pp. 1016-1027.
- ANDERSON R., REEB D. (2003), *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, in «Journal of Finance», vol. 58, n. 3, pp. 1301-1328.
- ASTRACHAN J., SHANKER M. (2003), *Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look*, in «Family Business Review», vol. 16, n. 3, pp. 211-219.
- BABICKY J. (1987), *Consulting to the Family Business*, in «Journal of Management Consulting», vol. 3, n. 4, pp. 25-32.
- BARNES L., HERSHON S. (1976), *Transferring Power in the Family Business*, in «Harvard Business Review», vol. 54, n. 4, pp. 105-114.
- BARONTINI R., CAPRIO L. (2006), *The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe*, in «European Financial Management», vol. 12, n. 5, pp. 689-723.
- BEN-AMAR W., ANDRÈ P. (2006), *Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada*, in «Journal of Business Finance and Accounting», vol. 33, nn. 3-4, pp. 517-543.
- BENNETTSEN M. *et al.* (2006), *Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decision and Performance*, Finance Working Paper 132, Tech. rept. European Corporate Governance Institute.
- BIANCHI M., BIANCO M. (2008), *The Evolution of Ownership Control Structure in Italy in the Last 15 Years*, Banca d'Italia.
- BRIOSCHI F., BUZZACHI L., COLOMBO M. (1990), *Gruppi di imprese e mercato finanziario. La struttura di potere nell'industria italiana*, Roma, La Nuova Scientifica.
- CARSrud A. (1994), *Meanderings of Resurrected Psychologist or Lessons Learned in Creating a Program*, in «Entrepreneurship Theory & Practice»,

vol. 19, n. 1, pp. 39-48.

CHEN Z. *et al.* (2005), *Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in Hong Kong*, in «Pacific-Basin Finance Journal», vol. 13, n. 4, pp. 431-449.

CHRISMAN J., CHUA J., SHARMA P. (2004), *Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence*, in «Entrepreneurship Theory and Practice», vol. 28, n. 4, pp. 335-354.

CLAESSENS S., DJANKOV S., LANG L. (2000), *The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations*, in «Journal of Financial Economics», vol. 48, nn. 1-2, pp. 81-112.

CLAESSENS S. *et al.* (2002), *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, in «Journal of Finance», vol. 57, n. 6, pp. 2741-2771.

CORBETTA G. (1995), *Patterns of Development of Family Business in Italy*, in «Family Business Review», vol. 8, n. 4, pp. 255-265.

CORBETTA G., MINICHILLI A., QUARATO F. (2011), *Osservatorio AUB su tutte le aziende familiari di medie e grandi dimensioni*.

CRONQVIST H., NILSSON M. (2003), *Agency Costs of Controlling Minority Shareholders*, in «Journal of Financial and Quantitative Analysis», vol. 38, n. 4, pp. 695-719.

DAVIS J., SCHOORMAN F., DONALDSON L. (1997), *Toward a Stewardship Theory of Management*, in «Academy of Management Review», vol. 22, n. 1, pp. 20-47.

DAVIS P. (1983). *Realizing the Potential of the Family Business*, in «Organizational Dynamics», vol. 12, n. 1, pp. 47-56.

DREUX D. (1990), *Financing Family Business: Alternatives to Selling Out or Going Public*, in «Family Business Review», vol. 3, n. 3, pp. 225-243.

FACCIO M., LANG L. (2002), *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, in «Journal of Financial Economics», vol. 65, n. 3, pp. 365-395.

FAMA E., JENSEN M. (1983), *Agency Problems and Residual Claims*, in «Journal of Law and Economics», vol. 26, n. 2, pp. 327-349.

FILATOICHEV I., LIEN Y., PIESSE J. (2005), *Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan*, in «Asia Pacific Journal of Management», vol. 22, n. 3, pp. 257-283.

GURSOY G., AYDOGAN K. (2002), *Equity Ownership Structure, Risk Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies*, in «Emerging Markets Finance and Trade», vol. 36, n. 6, pp. 6-25.

HABBERSHON T., WILLIAMS M. (1999), *A Resourced-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms*, in «Family Business Review», vol. 12, n. 1, pp. 1-22.

KETS-DE VRIES M., CARLOCK R. (2007), *Family Business on the Couch: a*

- Psychological Perspective*, Chichester, UK, John Wiley and Sons.
- KIM E. (2006), *The Impact of Family Ownership and Capital Structures on Productivity Performance of Korean Manufacturing Firms: Corporate Governance and the "Chaebol" Problem*, in «Journal of the Japanese and International Economics», vol. 20, n. 2, pp. 209-233.
- KLEINS S., ASTRACAN J., SMYRNIOS K. (2005), *The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation and Further Implication for Theory*, in «Entrepreneurship Theory & Practice», vol. 29, n. 3, pp. 321-339.
- MANZONE B., TRENTO S. (2000), *Il trasferimento intergenerazionale delle imprese*, Banca d'Italia.
- MAURY B. (2006), *Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations* in «Journal of Corporate Finance», vol. 12, n. 2, pp. 321-341.
- MAURY B., PAJUSTE A. (2005), *Multiple Large Shareholders and Firm Value*, in «Journal of Banking and Finance», vol. 27, n. 9, pp. 1813-1834.
- MCCONAUGHY D. (2000), *Family CEO vs Nonfamily CEOs in the Family-Controlled Firm: An Examination of the Level and Sensitivity of Pay To Performance*, in «Family Business Review», vol. 13, n. 2, pp. 121-131.
- MCCONAUGHY D. et al. (1998), *Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value*, in «Review of Financial Economics», vol. 7, n. 1, pp. 1-19.
- MCCONAUGHY D., MATTHEWS C., FIALKO A. (2001), *Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk and Value*, in «Journal of Small Business Management», vol. 39, n. 1, pp. 31-49.
- MISHRA C., RANDOY T., JENSSSEN J. (2001), *The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance*, in «Journal of International Financial Management and Accounting», vol. 12, n. 3, pp. 235-259.
- MOHLO I. (1997), *The Economics of Information: Lying and Cheating in Markets and Organizations*, Oxford, UK, Blackwell.
- MONTEMERLO D. (2005), *La proprietà familiare: motore per la crescita o impianto frenante?*, in Corbetta G. (a cura di), *Capaci di crescere*, Milano, Egea.
- MORCK R., STANGELAND D., YEUNG B. (2000), *Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth. The Canadian Disease?*, in Morck R. (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago and London, University of Chicago Press, pp. 319-372.
- MORRESI O. (2008), *L'impresa familiare: modello di governance vincente? Una verifica empirica sulle imprese italiane quotate*, Ph.D.'s thesis, Università degli Studi di Trieste.
- MORRESI O. (2009a), *Il family effect su performance e risk-taking dell'impresa negli ultimi dieci anni: evidenza internazionale a confronto*, Milano,

FrancoAngeli.

MORRESI O. (2009b), *Impresa familiare e performance: una verifica empirica sulle imprese italiane quotate*, in «Finanza Marketing e Produzione», vol. 3, pp. 7-30.

MUTTAKIN M., KHAN A., SUBRAMANIAM N. (2012), *Family Firms, Family Generation and Performance: Evidence from an Emerging Economy*, in «Journal of Accounting in Emerging Economies», vol. 4, n. 2, pp. 197-219.

PEARSON A., MARLER L. (2010), *A Leadership Perspective of Reciprocal Stewardship in Family Firms*, in «Entrepreneurship Theory and Practise», vol. 34, n. 6, pp. 1117-1124.

PEREZ-GONZALEZ F. (2006), *Inherited Control and Firm Performance*, in «American Economic Review», vol. 96, n. 5, pp. 1559-1588.

PERVIN A. (1997), *A Conversation with Henry Mintzberg*, in «Family Business Review», vol. 10, n. 2, pp. 185-198.

RANDOY T., GOEL S. (2003), *Ownership Structure, Founder Leadership ad Firm Performance in Norwegian SMEs; Implications for Financing Entrepreneurial Opportunities*, in «Journal of Business Venturing», vol. 18, n. 5, pp. 619-637.

SCHULTZE W. et al. (2001), *Agency Relationships in Family Firms* <<http://dx.doi.org/10.1287/orsc.12.2.99.10114>> (ultimo accesso 12.12.2015).

SRAER D., THESMAR D. (2007), *Performance and Behaviour of Family Firms: Evidence from the French Stock Market*, in «Journal of the European Economic Association», vol. 5, n. 4, pp. 709-751.

VENANZI D. (2010), *Il puzzle della struttura finanziaria*, Milano-Torino, Pearson Prentice Hall.

VILLALONGA B., AMIT R. (2006), *How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?*, in «Journal of Financial Economics», vol. 80, n. 2, 385-417.

VOLPIN P. (2002), *Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy*, in «Journal of Financial Economics», vol. 64, n. 1, pp. 61-90.

WARD J. (1997), *Growing the Family Business: Special Challenges and Best Practices*, in «Family Business Review», vol. 10, n. 4, pp. 323-337.

ZAHRA S., HAYTON J.C., SALVATO C. (2004), *Entrepreneurship in Family vs Non-Family Firms: A Resource-Based Analysis of the Effect of Organizational Culture*, in «Entrepreneurship Theory and Practise», vol. 28, n. 4, pp. 363-381.

ZOCCHI W. (2004), *Il family business*, Milano, Edizioni Il Sole 24 Ore.

CAPITOLO 5

Sistemi integrati di controllo interno e gestione dei rischi. Stato dell'arte in Italia e India

Paola Demartini, Alessandro Castrovilli

5.1 Introduzione

Un efficace sistema di controllo interno, nella sua accezione più innovativa, rappresenta un indispensabile strumento di supporto per l'identificazione e valutazione dei rischi cui le varie aree aziendali possono essere esposte, e di gestione di quelli che si ritengono maggiormente significativi per l'operatività aziendale.

La sfida del *management* oggi consiste nel determinare la quantità di incertezza accettabile, mantenendo un equilibrio tra le risorse impiegate per il controllo e i vantaggi ottenibili dallo stesso.

Col presente contributo, si è voluto indagare sul grado di condivisione e di pratica attuazione da parte delle società quotate italiane ed indiane, di una tale visione del sistema di controllo interno e sul ruolo che l'organo che lo sovrintende, l'*internal audit*, dovrebbe avere nelle realtà aziendali moderne.

Con riferimento al contesto italiano si sono utilizzate una serie di indagini svolte negli ultimi, le quali hanno focalizzato la propria analisi sull'evoluzione della funzione di revisione interna, sulla sua integrazione nel sistema di gestione dei rischi e sul contributo sul piano strategico da essa apportato.

Considerando la crescente rilevanza delle economie emergenti e il globalizzarsi del contesto economico su scala mondiale, si è voluto quindi analizzare lo stato dell'arte in India, una delle economie a più rapida ascesa degli ultimi anni. Sebbene l'Italia, infatti, non stia ancora investendo in India ai livelli di altri paesi, buona parte degli investimenti fatti dalle nostre aziende sono indirizzati in settori in cui l'India non possiede ancora una specializzazione produttiva. Come evidenziato in letteratura, ciò potrebbe significare che una parte rilevante delle delocalizzazioni verso questo paese,

diversamente da quanto avviene con gli investimenti diretti verso la Cina, sono motivate dalla ricerca di nuovi sbocchi di mercato (i cc.dd. *Market Seeking Investments*) e non solo al mero contenimento/abbattimento dei costi di produzione (i cc.dd. *Cost Saving Investments*). L'India, di fatto, rappresenta un mercato non più trascurabile per le società italiane e, anzi, uno sbocco dall'enorme potenziale in termini di opportunità commerciali e di investimento.

Inoltre, a differenza di altri paesi, che a causa di legami politico-economici, hanno mutuato i propri apparati normativi in tema di *corporate governance* dal contesto anglosassone, l'India presenta delle ulteriori peculiarità che rendono un'analisi, quale quella che ci si propone, di interesse ancora maggiore: il gigante sud-asiatico, infatti, nonostante abbia adottato in larga misura normative relative al governo societario ispirate direttamente dalle disposizioni emanate in Gran Bretagna, ha tuttavia mantenuto col passare del tempo una sua conformazione tipica (e molto simile all'Italia) con riferimento alla struttura proprietaria delle aziende. Caratteristica tipica delle imprese indiane, infatti, è la forte concentrazione proprietaria e la conduzione prevalentemente familiare, caratteristiche diffuse anche tra le società quotate nella tre maggiori borse nazionali.

Per tale motivo, è utile indagare sulle modalità di approccio delle società indiane verso quello che, sembra ormai essere il cardine del sistema dei controlli aziendali, ma anche un importante perno in chiave strategica in quanto funzione centrale di supporto decisionale, gestionale ed operativo.

5.2 Il sistema dei controlli in Italia

Nel nostro paese non esiste oggi un'unica legge volta a disciplinare in modo esaustivo l'attività di controllo interno, ma vi sono una serie di interventi normativi e regolamentari ed una crescente diffusione delle *best practices* internazionali, che si sono succeduti nel tempo e che hanno contribuito, congiuntamente, a dare rilievo giuridico al sistema di controllo interno.

L'accresciuta articolazione del sistema dei controlli ha dato vita, così, ad un acceso dibattito, che ha coinvolto differenti interessi e ambiti di ricerca e che ne ha registrato, per un verso, gli elementi di criticità e le 'sovrapposizioni', per l'altro, le potenziali sinergie derivanti dalla sistematizzazione dei ruoli e dall'esplicitazione delle relazioni. A tal proposito, si pone in rilievo come la dottrina di matrice giuridica ed economico-aziendale faccia sempre più spesso riferimento a un 'reticolo dei controlli', nell'ambito del quale evidenti sono le diseconomie dovute alle interferenze

tra funzioni e organi; le prospettive di ricerca paiono, pertanto, indirizzarsi verso l'individuazione di possibili forme di coordinamento e di integrazione che consentano di realizzare sinergie positive, soltanto stimolate, ma non esplicitate, dalla concorrenza dei poteri-doveri auspicata dalla norma¹.

In particolare, la materia dei controlli societari ha visto nel tempo mutare sostanzialmente il quadro di riferimento tradizionale incentrato sul Collegio Sindacale, a seguito dell'introduzione della revisione contabile obbligatoria per le società quotate (L. 216/1974). Le innovazioni di maggior rilievo sono state portate sicuramente dal Testo Unico della Finanza², che per la prima volta ha dato dignità giuridica al sistema di controllo interno in Italia. In particolare, la disciplina speciale per le società quotate ha separato le funzioni di controllo sulla gestione, affidate al Collegio Sindacale, dalle funzioni di controllo contabile, affidate alle società di revisione, previsto la presenza di un sindaco eletto dalla minoranza degli azionisti e rafforzato i poteri del Collegio Sindacale.

Rilevanti modifiche legislative che hanno interessato la materia dei controlli societari più recentemente hanno riguardato, inoltre, il profilo dell'assetto organizzativo dell'impresa. Fra i provvedimenti che hanno avuto impatto sulle modalità organizzative, gestionali e di controllo delle imprese, si annoverano il D.Lgs. 231/2001 e la Legge sulla Tutela del Risparmio del 2005 (Legge 262/2005, aggiornata dal decreto 303/2006 e modificata dalla direttiva *Transparency*). Quest'ultima, ha introdotto per le società quotate nuove responsabilità relative alla predisposizione di idonee procedure volte a garantire l'affidabilità dell'informativa economico-finanziaria e la sua corretta comunicazione. È stata istituzionalizzata, a tal fine, la figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili, responsabile della predisposizione, dell'attuazione e del monitoraggio di procedure amministrative e contabili per la redazione del bilancio, d'esercizio e consolidato, e responsabile delle altre comunicazioni di tipo finanziario.

Con l'emanazione del Decreto Legislativo 231 del 2001, invece, è stata introdotta per la prima volta anche in Italia, sulla scorta delle linee dettate dalla prassi internazionale ed in particolar modo americana³, la responsabilità amministrativa in capo alle entità giuridiche (con rilevanti sanzioni patrimoniali) per i reati commessi dai vertici nei loro interessi o a loro vantaggio. Secondo questa recente previsione normativa, infatti, la società

¹ F. FORTUNA, *La corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale: aspetti comparativi e profili evolutivi*, Collana AIDEA, Il Mulino, Bologna 2010.

² Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

³ Il D.Lgs. 231/01 ha avuto come riferimenti internazionali soprattutto l'FCPA e la relazione della Treadway Commission descritti in precedenza (Dittmeyer, 2007: 42).

risulta esente da responsabilità solo nel caso in cui abbia un modello organizzativo idoneo alla prevenzione dei reati stessi e un organismo *ad hoc* (l'Organismo di Vigilanza) che vigili sull'attuazione del modello. Questa linea di politica legislativa trova il suo compimento con la previsione del codice civile del principio generale dell'adeguatezza degli assetti organizzativi, come parametro di corretta gestione e responsabilità per l'attività di impresa (articolo 2381 codice civile). Con il nuovo articolo 2381 del codice civile, infatti, il controllo sull'adeguatezza degli aspetti organizzativi entra ufficialmente nel novero dei controlli societari.

Nel quadro delle regole sui controlli, un ruolo non secondario è stato poi svolto anche dai principi del Codice di Autodisciplina delle società quotate (1999 e successive edizioni del 2002, del 2006, del 2010 e del 2011), che per primo ha introdotto nel nostro ordinamento un'articolazione dei ruoli nell'ambito del Consiglio di Amministrazione, distinguendo tra amministratori esecutivi, non esecutivi e, fra questi, gli indipendenti. A questi ultimi viene attribuito un ruolo di controllo anche attraverso la partecipazione a comitati interni al Consiglio di Amministrazione.

Considerato il continuo proliferare di previsioni normative e di regolamenti ed il fatto che spesso sia mancato un processo coordinato per una loro organica applicazione, oggi si parla spesso con riferimento ai controlli aziendali di 'reticolo' (proprio per distinguerlo dal 'sistema' che sarebbe stato invece più opportuno prevedere), che sembra funzionare soprattutto grazie alle soluzioni che pragmaticamente le imprese hanno dovuto sviluppare autonomamente nell'operatività quotidiana⁴.

La materia richiederebbe, infatti, un ripensamento in un'ottica di integrazione delle misure complessivamente adottate per presidiare i rischi aziendali. L'intensificarsi ed espandersi dei controlli, infatti, solleva dubbi sul fatto che ci siano troppi soggetti controllori con compiti non efficientemente allocati oppure che, anche nella pluralità dei controllori, l'attuale sistema dei controlli non sia, nel complesso, sostanzialmente efficace. Altro interrogativo importante, poi, è se questo assetto realizzi o meno un equilibrio tra la necessità di prevenzione e il rischio di imporre alle imprese oneri e vincoli eccessivi e inefficienti. Se la mancanza di controlli può distorcere il corretto funzionamento del mercato, infatti, un eccesso di regole può anch'esso risultare controproducente, favorendo un'applicazione formalistica delle regole ed il proliferare di comportamenti elusivi⁵.

L'attuale contesto socio-economico risulta caratterizzato dall'assoluta

⁴ M. BANCHINI, C. DI NOIA, *I controlli societari: molte regole, nessun sistema*, Egea, Milano 2010.

⁵ *Ibid*, p. 3.

preminenza di logiche di profitto di breve periodo, dal progressivo ampliamento dei confini legali dell'azienda e dall'articolazione degli *stakeholders* coinvolti, tutte circostanze queste che, di fatto, comportano l'ineliminabilità dei conflitti d'interesse sottostanti al sistema delle decisioni aziendali, e che, di conseguenza, alimentano un clima potenzialmente foriero di comportamenti illeciti. Allo stesso tempo, si rileva che il più recente orientamento delle organizzazioni aziendali verso modelli ispirati a logiche organicistiche, più idonee a consentire comportamenti flessibili e creativi, ha comportato la dominanza di modalità progettuali focalizzate sulla trasversalità, sul decentramento e sulla multidimensionalità; modalità, queste, che nell'attenuare l'attribuzione di responsabilità formali a specifiche unità gerarchicamente ordinate, enfatizzano elementi quali l'integrazione informativa e la dimensione collettiva nell'assunzione delle decisioni, in quanto ritenuti funzionali a una buona performance aziendale.

Non andrebbe trascurato, inoltre, che se l'adozione di modelli organizzativi in grado di prevenire i reati rappresenterebbe già per l'azienda un'opportunità sostanzialmente convergente con gli indirizzi strategici richiamati, essa trova ulteriori stimoli e motivazioni sotto il profilo di un altro qualificante connotato dell'impresa evoluta, riguardante l'adesione a una rinnovata cultura del controllo, incentrata sull'utilizzo di sofisticati meccanismi di monitoraggio e di rendicontazione e che viene oggi ad essere difficilmente applicabile in presenza di schemi di controllo interno decisamente più articolati che in passato, che pongono problematiche di tipo applicativo essendo prodotti da fonti normative e regolamentari differenti non sempre coordinati fra loro.

Tra le finalità perseguite dalle aziende modernamente strutturate, infatti, oltre l'efficacia strategica e l'efficienza operativa nel raggiungimento degli obiettivi stabiliti dai vertici aziendali, si segnalano l'attendibilità dei dati e dell'informazione economico-finanziaria e la conformità a leggi e regolamenti; per quanto concerne gli attori del controllo si è assistito, invece, all'introduzione di nuovi soggetti e alla ridefinizione dei ruoli per soggetti preesistenti, sia con riferimento a organi interni che a *regulators* esterni.

Ciò premesso, per un approfondimento sul grado di evoluzione dei sistemi di controllo interno e sul ruolo della funzione di *internal audit* con riferimento alla gestione dei rischi nelle aziende italiane, si sono prese in considerazione un insieme di *survey* condotte negli anni recenti da ricercatori, società di consulenza aziendale ed associazioni di categoria⁶.

⁶ Nello specifico si è fatto riferimento alle ricerche, citate puntualmente più avanti, effettuate da Arena e Azzone nel 2007, Protiviti nel 2006 e 2011, KPMG Advisory nel 2010 ed AIIA nel 2010-2011.

Dai risultati di tali ricerche emerge che rispetto ad altri Paesi in cui l'attività di *internal auditing* è presente da oltre un decennio, in Italia, in molti contesti aziendali, l'introduzione di tale attività è avvenuta soltanto nel corso degli ultimi anni, probabilmente anche a seguito degli interventi normativi cogenti o di autoregolamentazione⁷.

Dalla ricerca pubblicata nel 2007 da M. Arena e G. Azzone⁸ che ha visto coinvolte 364 piccole, medie e grandi aziende italiane (con percentuale di risposta pari al 63%), emerge che il 73,91% delle aziende rispondenti (pari a 170 aziende) hanno un dipartimento di *internal audit*. Di queste il 70,59% lo ha istituito per il miglioramento dell'efficacia ed efficienza dei processi aziendali, e il 60,59% per l'identificazione e la valutazione dei rischi aziendali. Ulteriori motivazioni comuni sono: affidabilità delle informazioni finanziarie (33,53%) e la salvaguardia del patrimonio aziendale (49,41%). In contrasto con le ragionevoli aspettative degli autori della ricerca, solo il 5,88% dei rispondenti hanno istituito la funzione di *internal audit* per conformarsi a regole e regolamenti.

Oltre la metà delle 60 aziende che non hanno ancora istituito la funzione in esame dichiarava, invece, di non volerla istituire in futuro. Tra le motivazioni di tale scelta figurano: la paura di incrementare la complessità burocratica (22,58% dei *non-IA adopters*), i costi troppo elevati che la sua istituzione prevedrebbe (12,90%) e la piccola dimensione aziendale (12,90%). Il 28,33% delle aziende che non hanno ancora istituito una funzione di *internal audit* intende comunque introdurla nei prossimi anni.

Delle aziende che hanno risposto al questionario, il 69,41% dichiara di non far ricorso a nessuna forma di *outsourcing* per alcuna delle attività di *internal auditing*; il 18,82% si serve di consulenti esterni per la parziale copertura di un set limitato di attività; solo l'11,77% delle aziende esternalizza completamente alcune attività (in particolare revisioni ad alto contenuto tecnico, IT *audit* o *audit* ambientale). Tali percentuali sono pressoché confermate dallo studio fatto dall'associazione IIA nel 2011, dal quale emerge che oltre l'80% delle aziende di appartenenza degli intervistati non fa ricorso all'esternalizzazione dei servizi di revisione interna (47%) o di far ricorso a tali

⁷ AIIA, *Caratteristiche dell'attività di Internal Auditing: report I*, Milano 2011, p. 7. Tale progetto di ricerca (CBOK, Common Body of Knowledge), condotto nel 2010 e a cui hanno partecipato oltre 13500 professionisti di più di 107 paesi, tra i quali 250 soci AIIA, offre agli *internal auditor* di tutto il mondo la possibilità di disporre di informazioni utili per conoscere lo stato dell'arte e le tendenze evolutive della professione nei vari contesti territoriali.

⁸ M. ARENA, G. AZZONE, *Internal Audit Departments: Adoption and Characteristics in Italian Companies*, in «International Journal of Auditing», vol. 3, n. 11, 2007, pp. 91-114.

servizi per meno del 10% delle attività svolte dalla funzione (34%).

Dallo stesso studio di Arena e Azzone emerge, inoltre, una correlazione significativa tra istituzione di strutture di *internal audit* e dimensione. La funzione di *internal audit* appare essere più comune nelle banche e nelle aziende assicuratrici rispetto alle aziende manifatturiere ed erogatrici di servizi. Oltre la metà delle aziende che hanno istituito la funzione di *internal audit* sono affiliate all'IIA (63,53%).

In tutti gli studi cui si è fatto riferimento, emerge la giovane età del dipartimento di *internal audit*. Secondo lo studio di Arena e Azzone, il 41,32% delle aziende dotate di funzione di *internal audit* ha istituito tale dipartimento entro i 5 anni precedenti allo studio e il 19,76% tra i cinque e i dieci anni precedenti. Il dato della recente istituzione della funzione è confermato anche dalla ricerca effettuata nel 2011 dall'AIIA. Da quest'ultimo studio emerge, inoltre, l'andamento crescente negli ultimi anni dell'iscrizione all'associazione da parte degli *internal auditor* a segnalare la forte crescita della professione negli ultimi anni.

La percezione è quella di una sensibile crescita della professione nel nostro Paese specialmente nel periodo 2002-2008, favorita in larga parte da interventi legislativi e di autoregolamentazione (quali, ad esempio, il D.Lgs. 231/2001, i Codici di Autodisciplina, le Istruzioni di Vigilanza di Banca d'Italia ed Isvap) che hanno indotto numerose organizzazioni ad istituire una funzione di *internal audit* o a potenziare le risorse dedicate a questa attività.

Nella ricerca effettuata da Arena e Azzone, un aspetto molto interessante riguarda il modello adottato da tali aziende per svolgere le attività di revisione interna: il 66,49% dei rispondenti hanno adottato un *framework* di riferimento. In particolare, il modello più comunemente utilizzato è stato il COSO *internal controls-integrated frame work* (45,95%); una bassa percentuale ha dichiarato di adottare il modello ERM - COSO II (10,27%); un ulteriore 4,32% dichiara di aver sviluppato un proprio modello dei controlli interni e il 5,95% dichiara di adottare differenti modelli, come linee guida settoriali specifiche.

Un altro dato importante, è quello che riguarda il ridimensionamento recente della struttura in termini di numero di risorse: circa il 40% delle aziende, infatti, ha aumentato l'ammontare di risorse impiegate nel dipartimento di *internal audit* e circa il 30% di queste dichiara di aver incrementato il numero di revisori interni di oltre il 10%. L'aumento della dimensione del dipartimento è un dato confermato anche da ricerche più recenti⁹, proprio a conferma della grande attenzione data alle tematiche

⁹ «Al fine di realizzare un ampliamento del raggio di azione, i partecipanti all'indagine

relative alla revisione interna tra le società italiane negli ultimi anni.

Per quanto riguarda l'attività di *internal auditing*, dalla ricerca condotta dall'associazione AIIA, gli interventi di *audit* più frequenti risultano riguardare la revisione gestionale e le verifiche di conformità legislativa. Nell'indagine svolta dall'AIIA, infatti, è stata proposta una lista di 25 attività chiedendo agli *internal auditor* di indicare quelle attualmente svolte.

Dalla definizione di IA contenuta all'interno dell'*International Professional Practice Framework* si rileva che le macro aree di attività possono essere suddivise in processi di *governance*, di *risk management* e di controllo interno.

Nell'indagine emerge come la percentuale che riguarda l'attività di *compliance* in Italia sia più alta rispetto all'Europa Occidentale e al Mondo: tale risultato potrebbe essere dovuto al fatto, negli ultimi anni i numerosi interventi normativi in materia di controllo interno, citati nei precedenti paragrafi, hanno determinato un maggiore focus sulle verifiche di conformità legislativa.

Una seconda importante differenza riguarda le attività svolte dagli *internal auditor* con riferimento al *risk management*: se si considerano le attività che riguardano quest'area, ossia l'*audit* del processo di *risk management*, l'*audit* dei rischi IT/ICT, informativi e finanziari, emerge che, in tutti questi casi, la percentuale per il nostro paese è sempre inferiore rispetto agli altri due aggregati di riferimento. Questo significa che il coinvolgimento degli *internal auditor* nei processi di *risk management*, in qualità di 'fornitori' di un'*assurance* indipendente o di consulenti a supporto del *management*, è meno frequente che in altri contesti. Diverse potrebbero essere le spiegazioni di questo risultato: da un lato, molte aziende italiane, specie se non quotate, potrebbero non aver intrapreso progetti formalizzati di valutazione e gestione dei rischi, dall'altro, potrebbe darsi che altre unità organizzative (vedi il caso del *risk management* nelle banche e nelle assicurazioni) sono maggiormente coinvolte nelle attività di identificazione, valutazione e fronteggiamento dei rischi; infine, non si può escludere che le dimensioni ridotte di alcune unità di IA non consentano di sviluppare piani di attività troppo ampi e, vista la domanda di interventi di *compliance*

hanno evidenziato l'esigenza di incrementare il numero di risorse assegnate allo svolgimento dell'attività di *internal auditing*, ricorrendo a trasferimenti interni oppure ad assunzioni dall'esterno. Le percentuali per il nostro Paese anche in questo caso confermano il *trend* a livello internazionale. [...] Con riferimento ai prossimi 5 anni, in Italia il 50% dei rispondenti ritiene che il personale dedicato all'attività di IA possa aumentare mentre un altro 42% sostiene che rimarrà stabile». AIIA, *Caratteristiche dell'attività di Internal Auditing: report I*, Milano 2011.

e di revisione gestionale, potrebbero non essere presenti nell'organico risorse sufficienti per l'attività di *risk management*.

Fra le tre macroaree di intervento richiamate nella definizione di *internal auditing*, nel nostro Paese prevale la valutazione dei processi di controllo, mentre è tuttora meno frequente il coinvolgimento degli *internal auditor* nei progetti che riguardano il *risk management* e la *corporate governance*. Tuttavia, se si considerano i dati che riguardano le attività previste per i prossimi cinque anni, si scopre che i due ambiti che dovrebbero presentare tassi di crescita più elevati sono la verifica dei sistemi di *governance* e gli interventi di *assurance* e *consulting* nell'ambito di progetti di *Enterprise Risk Management* o di valutazione di rischi specifici (quali rischi di credito o di tipo IT).

Le attività che gli intervistati indicano come quelle che si pensa di non svolgere nei prossimi cinque anni sono invece: l'assistenza agli *auditor* esterni (11%), l'implementazione dell'XBRL (12%), la migrazione verso i principi contabili internazionali (13%), il *management audit* e l'*audit* sui sistemi di gestione della qualità (16%).

Dalla ricerca emerge, inoltre, come l'ampliamento del raggio di azione dovrà essere supportato dall'introduzione di percorsi formativi specifici, finalizzati a creare professionalità adeguate per supportare il *top* e il *middle management* nelle attività di identificazione, valutazione e gestione dei rischi e nelle iniziative di miglioramento dei sistemi di *governance*.

5.2.1 Riporto gerarchico

Per quanto attiene ai piani di riporto, la ricerca dell'IIA mostra come le aziende coinvolte nell'indagine indichino che l'Amministratore delegato e l'Audit Committee sono i soggetti/organi più comunemente coinvolti nella valutazione del CAE (*Chief Audit Executive*) e ciò a dimostrazione del fatto che la funzione in esame è in primo luogo uno strumento operativo a disposizione degli alti vertici aziendali.

Relativamente alle competenze generali e tecniche ritenute più importanti tra gli *skill* degli *auditor* e le aree chiave di conoscenza, si nota che l'*Enterprise Risk Management* si colloca al quarto posto fra i 20 argomenti riportati nel questionario.

Le due aree di conoscenza più importanti sono costituiti dall'*auditing* in generale e dagli standard di *internal auditing*, tematiche nelle quali si fa ampio riferimento al valore aggiunto che un approccio fondato sul rischio può assicurare alle attività di *compliance*, *financial* e *operational audit*.

Per quanto riguarda il grado di adozione di modelli *risk management*

tra le società italiane, una ricerca condotta da Protiviti¹⁰ nel 2006 ed una condotta da KPMG Advisory¹¹ nel 2010 illustrano come anche in Italia negli ultimi anni la tematica relativa al governo dei rischi stia prendendo sempre più piede.

5.2.2 I principali driver per lo sviluppo di sistemi ERM

Dalla *survey* condotta dalla KPMG, emerge che la gestione dei rischi è un tema di riconosciuta importanza che vede complessivamente il percorso intrapreso dalle società verso modelli avanzati di *risk management* ancora ai primi passi. Le motivazioni alla base dell'introduzione di processi di *risk management* sono collegate alle scelte di *business* al fine di fronteggiare i rischi e, ove possibile, tradurli in opportunità o vantaggi competitivi.

Finalmente non si tratta più solo di una strumentazione vista in chiave difensiva. I *manager* interpellati delineano il profilo di una funzione cruciale per orientare i processi decisionali e di pianificazione strategica delle imprese. In particolare, cresce la consapevolezza che il *risk management* è un fattore chiave per stabilizzare i percorsi di crescita sostenibile delle aziende.

Nella progettazione e realizzazione di processi di *risk management*, le società considerate ritengono cruciali le componenti riguardanti l'identificazione dei rischi e la definizione di un assetto di *governance* e l'introduzione di un sistema di *reporting*¹². Tipicamente, tali componenti rappresentano anche le fasi iniziali di un percorso che porta all'implementazione di un modello integrato di ERM, che si completa con lo sviluppo di tecniche di

¹⁰ PROTIVITI INDEPENDENT RISK CONSULTING, *Barometro dei rischi e del risk management italiano*, ottobre 2006². L'indagine prende come riferimento un campione di 100 primarie aziende italiane. Il campione intervistato è rappresentato per il 75% da *Chief Financial Officer* (CFO), per il 20% da *Chief Risk Officer* (CRO) e per il 5% da Responsabili di *Internal Auditing*.

¹¹ KPMG Advisory, Discussion Paper, *L'enterprise risk management in Italia*, 2010, *survey* condotta in collaborazione con l'Osservatorio di Revisione della SDA Bocconi, Milano. L'indagine ha coinvolto 70 aziende italiane quotate ed ha raccolto il punto di vista di rappresentanti del mondo aziendale, a vario titolo responsabili o interessati dai processi di *risk management* quali Amministratore delegato, Presidente del Consiglio di Amministrazione, Presidente dell'Audit Committee, Presidente del Collegio Sindacale, Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e preposto al Controllo Interno.

¹² Alla domanda: «Quali componenti del sistema di ERM considera un'attività particolarmente cruciale nella sua società?», con possibilità di risposte multiple per un massimo di tre, gli intervistati hanno risposto secondo le seguenti percentuali: *Risk Identification and Assessment*, 56%; *Risk Governance and Oversight*, 55%; *Risk Reporting and Monitoring*, 45%; *Risk Quantification and Aggregation*, 34; *Risk and Control Optimization*, 32% (KPMG Advisory, cit., p. 8).

misurazione dei rischi e l'ottimizzazione dei sistemi di controllo interno.

Queste ultime due componenti sembrerebbero ancora poco esplorate e/o diffuse nella realtà italiana. Tuttavia, a detta dei rispondenti, tutte le attività di *risk assessment* avviate negli ultimi anni hanno permesso al *management* di comprendere meglio, anche dal punto di vista pratico, l'importanza del monitoraggio e della gestione dei rischi, riflettere sull'opportunità di integrare la valutazione dei rischi nell'ambito dei processi strategici e di *business* ed identificare le componenti critiche del modello di *risk management* su cui focalizzare gli sforzi nei prossimi anni per pervenire ad un modello di *risk management* integrato.

Nel complesso, risultano essere numerose le società che hanno compiuto sforzi significativi negli ultimi anni per introdurre meccanismi di identificazione e valutazione dei rischi. Dalla *survey*, infatti, emerge che complessivamente la maggioranza dei rispondenti ha avviato progetti in tale direzione, anche se molte società si trovano ancora nelle fasi preliminari dell'implementazione di un vero e proprio processo di ERM.

Molto rimane ancora da fare in termini di progettazione ed adozione di un modello integrato di *risk management*. Nelle seguenti pagine si sono individuati i risultati emersi dalla ricerca KPMG e ritenuti più rilevanti ai fini del presente lavoro.

5.2.3 *Il focus sui rischi: un nuovo approccio nel modo di fare business*

La mappatura o identificazione dei rischi risulta essere una delle componenti essenziali di qualsiasi modello di *risk management*, nonché la prima fase dell'intero percorso implementativo. Osservando il portafoglio dei rischi, così come delineato dai rispondenti della *survey*, emerge che i rischi di mercato, quello di credito e quello reputazionale rappresentano le principali preoccupazioni del *management* italiano, forse anche influenzato dall'attuale congiuntura economica¹³.

¹³ Dall'analisi dei risultati della ricerca Protiviti effettuata nel 2006, risultava che alle prime tre posizioni tra i fattori di rischio che maggiormente preoccupavano il campione intervistato, si collocano: concorrenza, indicato come significativo o molto significativo dal 62% degli intervistati; andamento dei mercati, indicato come significativo o molto significativo dal 51% degli intervistati; contesto normativo e regolamentare, indicato come significativo o molto significativo dal 48% degli intervistati.

A seguire, sono indicati la soddisfazione della clientela (47%) e l'immagine e reputazione aziendale (44%). Con specifico riguardo alla categoria di rischi legati all'affidabilità e integrità dell'informativa prodotta, a preoccupare maggiormente le aziende intervistate erano: le informazioni gestionali derivanti dal Budget e dal Forecast, indicate come significative o molto significative dal 34% del campione, e il *reporting* finanziario, indicato dal 33% del campione.

Poca importanza, in termini di impatto sul raggiungimento degli obiettivi strategici, viene attribuita ai rischi legati al terrorismo, ai cambiamenti climatici, alla criminalità e sicurezza e alle calamità naturali.

I risultati della *survey* evidenziano anche che:

- nessun fattore di rischio è considerato del tutto trascurabile ai fini del raggiungimento degli obiettivi aziendali;
- nessun fattore di rischio si contraddistingue per elevato livello di severità, in base alla percezione del *management*.

Per conseguire i benefici attesi, i rischi aziendali identificati e valutati tramite la mappatura, devono essere gestiti secondo logiche organizzative ed operative che riflettono le peculiarità di ciascuna azienda.

Più del 90% delle società rispondenti dichiara di aver effettuato comunque, almeno una volta, il proprio *risk assessment*.

Dall'analisi di KPMG emerge che i rischi percepiti come maggiormente critici sono anche quelli più efficacemente gestiti. Dall'indagine risulta, inoltre, che il 25% del campione esaminato effettua la mappatura dei rischi con periodicità almeno trimestrale e un altro 42%, sistematicamente, su base almeno annuale. Se si considera l'ulteriore 24% dei rispondenti che effettua la mappatura dei rischi solo quando necessario, viene ulteriormente confermata l'importanza che le società quotate attribuiscono a questo processo in un contesto economico caratterizzato da frequenti mutamenti e dal manifestarsi di nuove tipologie di rischio (cc. dd. rischi emergenti).

Un'efficace gestione dei rischi presuppone la definizione di un assetto organizzativo, a tutti i livelli aziendali, che preveda una chiara attribuzione delle responsabilità di governo, monitoraggio e *reporting* (*Risk Ownership*). Il modello di gestione del rischio più diffuso nel contesto italiano (68%) prevede:

- la centralizzazione delle politiche di *risk management*;
- il decentramento, a livello di *business unit*/divisioni, della gestione operativa coerentemente con gli indirizzi strategici.

Il 27% degli intervistati da KPMG dichiara che gli indirizzi e le politiche di *risk management* sono stabiliti centralmente ed anche la responsabilità della gestione dei rischi è centralizzata. Solo in pochissimi casi (5%) le politiche di *risk management* sono definite, attuate e gestite autonomamente dalle *business unit*/aree aziendali senza il coinvolgimento dei vertici aziendali.

Meno del 50% delle società quotate rispondenti ha identificato un soggetto o una funzione responsabile del processo di gestione dei rischi, il 26% dichiara che non è stato ancora identificato, e il 26% afferma che la

responsabilità di gestione dei rischi è diffusa su tutta la struttura organizzativa. Solo il 5% indica che entro un anno verrà costituita una funzione formalmente incaricata della responsabilità complessiva di gestione del processo di ERM.

Riguardo al *Risk Reporting and Monitoring* emerge che, nonostante la crescente pressione normativa verso una più ampia ed efficace *disclosure* al mercato in tema di *risk management*, il vertice delle società italiane sembra poco propenso a diffondere informazioni di tipo quantitativo (13%) o a rendere noto l'assetto organizzativo definito per il presidio dei rischi (24%); viceversa è più incline a diffondere informazioni sulle politiche strategiche di *risk management* e sulle tipologie di rischio. Tuttavia, per quanto ritenuta un'informativa rilevante, quella sulle tipologie di rischio incontra ancora alcune difficoltà, specie con riferimento ai rischi reputazionali e regolamentari¹⁴.

Nel nuovo paradigma della 'società del rischio' ci sono, dunque, alcuni elementi strutturali che rendono il *risk management* una vera e propria priorità:

1. con la globalizzazione dei mercati e la competitività sempre più stringente, le imprese si confrontano quotidianamente con la complessità, l'incertezza e la volatilità dei risultati;
2. la comunità finanziaria e tutti gli *stakeholder* mettono sempre di più sotto pressione le aziende. Si aspettano che le imprese siano in grado di gestire i rischi, anche e soprattutto quelli cosiddetti emergenti, che hanno impatti potenzialmente devastanti sullo *standing* e la reputazione delle imprese;
3. la fiducia è destinata a diventare una delle merci più preziose e rare nel rapporto tra l'impresa e il mercato.

In questa prospettiva, è essenziale l'introduzione di processi e sistemi idonei a prevenire nuove patologie aziendali o collassi dei sistemi di controllo. Su queste 'architravi' organizzative occorre, inoltre, creare comportamenti

¹⁴ Nello specifico, alla domanda: «Quali elementi di informativa ritiene debbano essere forniti al mercato?», con possibilità di risposte multiple per un massimo di tre, gli intervistati hanno risposto secondo le seguenti percentuali: tipi di rischio, 74%; indirizzi e politiche di *risk management*, 68%; indicatori di rischio e performance, 37%; piani di miglioramento (investimenti), 32%; ruoli e responsabilità, 24%; dati quantitativi, 13%. Riguardo ai rischi per i quali risulta più difficile fornire un'adeguata *disclosure* al mercato: rischio reputazionale, 37%; rischio regolamentare, 29%; rischio politico, 21%; rischio di gestione delle risorse umane, 21%; rischio di mercato, 19%; rischio finanziario, 18%; rischio paese, 16%; rischio di credito, 16%; rischio informatico tecnologico, 13%; rischio di calamità naturali, 11%; rischio di attacchi terroristici, 11%; rischio criminalità e sicurezza, 6%; rischio di cambio, 6%; rischio di cambiamenti climatici, 5%; altro, 2 %.

collettivi ed identità organizzative improntate ad un nuovo senso etico: si assiste, infatti, ad una tendenza generale verso l'inasprimento delle sanzioni per la cosiddetta 'colpa organizzativa' che determina un atteggiamento di ostracismo nei confronti dell'azienda che non si è dotata di sistemi adeguati di prevenzione e controllo. La corretta ed efficace progettazione ed implementazione di un processo direzionale di *risk management* permette alle aziende di creare valore, di ottenere la stabilizzazione dei risultati e la riduzione della volatilità, non solo attraverso la riduzione dei costi (finanziari ed operativi) ma anche preservando o migliorando la propria reputazione sul mercato. Si tratta, pertanto, di contribuire a creare una nuova cultura organizzativa, proiettata verso processi di crescita sostenibile.

Dato che una delle sfide più importanti riguarda non solo e non tanto l'effettiva implementazione di un sistema efficace di *Enterprise Risk Management* ma anche la disponibilità di modelli di misurazione del valore creato, si rende necessario che le aziende realizzino sistemi d'identificazione, *assessment*, gestione e monitoraggio dei rischi (ancorché con modalità e livelli di sofisticazione diversi), che si estendano a tutte le aree ed i processi aziendali dove risiedono potenzialmente i rischi stessi.

In altri termini, il *risk management* è un processo direzionale trasversale di tipo *top down*: il funzionamento efficace di questo processo implica il coinvolgimento di tutte le strutture aziendali che a diverso titolo sono coinvolte nella gestione dei rischi.

Riguardo il generale stato dell'arte in materia di adozione dell'ERM, poco più della metà delle società rispondenti ha già provveduto a definire formalmente un processo di ERM (52%), mentre la gran parte delle restanti dichiara di ritenere necessario l'avvio di un'attività in tal senso (42%). Tuttavia non è sempre riscontrabile una perfetta correlazione tra i rischi considerati più critici e la definizione di un processo di gestione formalizzato degli stessi, come nel caso dei rischi di mercato e dei rischi reputazionali, ritenuti particolarmente rilevanti e non sempre gestiti attraverso un processo specifico. Tra i principali ostacoli all'introduzione e allo sviluppo del processo di ERM emerge su tutti la mancanza di tempo e risorse.

Infine, si ritiene utile concludere descrivendo quali sono, secondo il parere degli intervistati nell'ambito della *survey* condotta da KPMG con la collaborazione dell'Università Bocconi, i benefici derivanti dalla predisposizione dei processi di ERM.

Dalle risposte del vertice delle società quotate italiane i benefici dell'ERM vengono ritenuti reali e in alcuni casi misurabili. La creazione di valore e la protezione della reputazione sono individuati quali principali benefici e rappresentano, in effetti, anche le maggiori motivazioni alla

base dell'implementazione del processo di ERM¹⁵. Riguardo alle tendenze ed intenzioni future, invece, sempre tenendo conto dei risultati dell'importante studio della società di consulenza, si può affermare con certezza che il *risk management* rappresenta una delle priorità dell'agenda del *top management* delle società quotate.

La gran parte delle società rispondenti dichiara, infatti, che intende mantenere stabili o incrementare gli investimenti nel processo di *Enterprise Risk Management*. In particolare, le principali aree di sviluppo riguardano:

- l'implementazione di modelli integrati di ERM;
- l'introduzione di un sistema di *reporting* sull'andamento dei rischi e delle azioni di mitigazione di supporto ai processi strategici ed operativi (*Embedded Risk Management*).

I recenti scandali finanziari e le incertezze legate alla congiuntura economica hanno contribuito, infatti, ad accrescere la 'domanda' di *risk management* da parte di tutti gli *stakeholder*. In questo ambito, il legislatore è recentemente intervenuto, ed è lecito attendersi che interverrà ancora di più nel prossimo futuro, definendo, con il recepimento della direttiva europea sul controllo legale dei conti, specifiche responsabilità di vigilanza e di *assurance* interna sull'efficacia dei processi di controllo interno e di gestione del rischio. In particolare, l'art. 19 del Decreto Legislativo n. 39 del 27 gennaio 2010, riferito agli enti di interesse pubblico, ha introdotto l'obbligo per il Collegio Sindacale, che, in base allo stesso articolo, si identifica con il Comitato per il Controllo Interno, di vigilare sull'efficacia dei sistemi di gestione del rischio. Questo provvedimento accresce le responsabilità degli organi di controllo e degli organi amministrativi e si aggiunge a quanto già disposto dal TUF agli artt. 123 bis e 154 bis in tema di maggiore controllo e *disclosure* degli emittenti sui rischi e sui processi di gestione dei rischi.

È ragionevole quindi prevedere che molte società si adopereranno a breve per sfruttare il potenziale competitivo ottenibile tramite lo sviluppo di modelli di *embedded risk management* nonché, nel caso delle quotate, per adempiere alle nuove disposizioni normative.

¹⁵ Alla domanda: «Quali sono i principali benefici conseguiti/obiettivi raggiunti grazie al processo di gestione dei rischi aziendali?», con possibilità di risposte multiple per un massimo di tre, gli intervistati hanno risposto secondo le seguenti percentuali: creare valore per gli azionisti, 63%; proteggere e/o accrescere la reputazione della società, 42%; assicurare conformità a leggi e regolamenti, 34%; aumentare la trasparenza verso il mercato, 32%; assicurare un'efficiente allocazione di capitale e risorse, 31%; evitare perdite, 31%; ridurre il rischio di volatilità dei risultati, 31%; massimizzare il profitto delle unità di *business*, 13%; garantire la salvaguardia di clienti e personale, 10%.

Questo percorso virtuoso, già intrapreso dalle società quotate, rappresenterà lo stimolo per la diffusione della cultura di *risk management* in tutte le realtà aziendali indipendentemente dalle dimensioni o dalla presenza di obblighi normativi.

5.3 Il sistema dei controlli in India

5.3.1 Introduzione del contesto economico indiano

L'India, a parere di tutti i principali istituti economici internazionali, si avvia a diventare una delle prime potenze economiche mondiali aprendo spazi di *business* molto interessanti per le imprese che decideranno di investire. Gli analisti tendono, infatti, a considerare strutturale la crescita indiana e non limitata al particolare momento favorevole. A conferma di ciò, il *Goldman Sachs Brics Report* ipotizza che l'India nel 2050 contribuirà per il 12% al Prodotto Mondiale (contro il 5/6% attuale)¹⁶.

Attualmente l'economia indiana si colloca, per dimensioni, al nono posto in termini nominali e al quarto sulla base della parità del potere d'acquisto (PPP, *Purchasing Power Parity*), preceduta, con riferimento a tale ultimo indicatore, solo da Stati Uniti, Cina e Giappone¹⁷.

Inoltre, mentre la crescita dei paesi G6 e del Brasile, Russia e Cina è destinata a diminuire considerevolmente nei prossimi 50 anni, solamente il tasso di crescita dell'India rimarrà oltre il 5% per tutto il periodo.

Oggi sono circa 400 le aziende italiane presenti in India. Particolarmente significativa la presenza italiana nel settore *automotive*. Nel settore difesa sono attivi a Delhi uffici di rappresentanza delle principali società del gruppo Finmeccanica, o ad esso collegate, oltre a Fincantieri, mentre a Mumbai si trovano inoltre gli uffici di rappresentanza di diverse banche italiane.

Nel settore infrastrutture ed *engineering* hanno di recente dimostrato un rinnovato interesse per l'India gruppi importanti quali Impregilo,

¹⁶ Inoltre: «“India's economy, for instance, could be larger than Japan's by 2032”, “India's economy could be larger than all but the US and China in 30 years”, “India has the potential to show the fastest growth over the next 30 and 50 years”. Growth could be higher than 5% over the next 30 years and close to 5% as late as 2050 if development proceeds successfully». D. WILSON, *Goldman Sachs Brics Report*, in «Global Economics Paper», n. 99, 2003, reperibile anche sul sito: <<http://www2.goldmansachs.com/our-thinking/brics/brics-reports-pdfs/brics-dream.pdf>> (ultimo accesso 14.12.2015).

¹⁷ <<http://www.rapportipaesecongiunti.it/rapporto-congiunto.php?idpaese=126>> (ultimo accesso 29.11.2012).

Todini-Salini, Autostrade, Astaldi, FG-Tecnopolo.

L'India è inoltre assurda, negli ultimi anni, a rilevante attore dell'economia mondiale anche grazie ad alcune spettacolari acquisizioni nei Paesi industrializzati. Secondo fonte Istat, nel 2009 gli investimenti indiani (*stock*) in Italia sono stati pari a 27 milioni di Euro, mentre per l'intero 2008 sono risultati pari a 23 milioni di Euro. I dati di flusso fanno registrare nel 2009 investimenti per 33 milioni di Euro sostanzialmente raddoppiati rispetto al 2008 (17 milioni di Euro).

Le operazioni indiane in Italia mostrano un andamento crescente nel tempo, in particolare negli anni più recenti. Tali operazioni riguardano sia l'acquisizione dell'intero capitale sociale di aziende italiane, che una partecipazione 'di controllo' delle stesse, così come investimenti *green-field*. I settori sono quelli dell'*automotive*, del farmaceutico, del tessile, dei *consumer goods* e delle infrastrutture.

I rapporti commerciali bilaterali Italia-India sono in costante espansione. Vi è una crescente consapevolezza da parte delle imprese italiane delle vaste opportunità offerte dal mercato indiano: la domanda di beni intermedi continua ad essere sostenuta dai ritmi straordinari della crescita economica; allo stesso tempo, la domanda di beni di consumo è trainata dalla crescente domanda interna, alimentata da una popolazione di 1,2 miliardi di persone in costante crescita e da una classe media di potenziali consumatori (oltre 200 milioni di persone) sempre più vicina ai gusti e ai prodotti occidentali.

Il prodotto italiano è, inoltre, percepito come sinonimo di qualità e di moda, e per questo particolarmente apprezzato dalla classe alta, medio-alta dei consumatori indiani. Secondo la rivista Forbes, l'India vanta il più alto numero di miliardari rispetto al resto dell'Asia; inoltre, una ricerca del Consiglio Nazionale di Ricerca Economica Applicata ha calcolato che già nel 2005 l'India ospitava 5 milioni di super ricchi e oltre 60 milioni di benestanti (in continua crescita ed oggi stimabili attorno agli 80 milioni).

Particolarmente interessanti appaiono, dunque, le opportunità per la moda ed il lusso 'Made in Italy', anche se i livelli tariffari particolarmente alti dovuti anche alla pratica indiana di applicare i dazi sul *Maximum Retail Price* (ricostruito attraverso un elaborato meccanismo di coefficienti e moltiplicatori) anziché sul valore in fattura contribuiscono a far lievitare il prezzo di tali prodotti al consumatore finale, incentivando gli indiani ad acquistarli sulle vicine e più competitive piazze mediorientali (Abu Dhabi e Dubai in particolare).

I settori tradizionali della meccanica, della componentistica auto e dell'alta tecnologia, che rappresentano lo zoccolo duro nostro *export* nel

paese, continuano ad offrire interessanti opportunità e, pertanto, continuano ad essere sostenuti da interventi specifici di ICE ed Ufficio commerciale.

Per quanto riguarda la crescita degli investimenti italiani in India, questa è ancora fortemente al di sotto delle potenzialità, soprattutto se inquadrata in uno scenario di enormi opportunità, quale quello attualmente offerto dal subcontinente indiano.

Imponente è lo sforzo che l'India sta compiendo in termini di adeguamento infrastrutturale: entro il 2014 ha intenzione di portare al 9% del PIL la spesa complessiva in infrastrutture, dall'attuale livello del 6,5%. Nel quinquennio 2012-2016 (12° piano quinquennale) il Governo indiano ha annunciato investimenti per 750 miliardi di Euro (circa mille miliardi di dollari, rispetto ai 500 miliardi di dollari dell'11° piano ed ai 220 miliardi di dollari del 10°).

Il Governo punta a coinvolgere il più possibile il settore privato nella grande opera di modernizzazione delle infrastrutture (autostrade, ferrovie, porti e aeroporti) secondo la formula delle *Private-Public Partnerships* e con operazioni BOT (*Build Operate Transfer*). A più riprese il Governo di Delhi ha, infatti, invitato gli investitori e le imprese straniere a farsi avanti (come rimarcato dallo stesso *Premier Singh* nel corso del vertice UE/India del dicembre 2010, ma anche in occasione della visita in India del Primo Ministro cinese Wen Jiabao, del Presidente degli Stati Uniti Obama e del Presidente francese Sarkozy).

Indicativo dell'accelerazione in corso è anche l'incremento dei fondi allocati alle infrastrutture nel Bilancio 2010-2011 (il 46% dell'intero ammontare della spesa pubblica programmata): 198,9 miliardi di rupie per il trasporto su strada, con un aumento del 13% rispetto al precedente anno fiscale; 167,5 miliardi per le ferrovie, 9,5 in più rispetto al 2009-2010; 51,30 miliardi nel comparto energia, più del doppio rispetto al 2009-2010.

5.3.2 *Il quadro normativo in tema di corporate governance in India – Cenni*

In India la necessità di misure normative in termini di *corporate governance* si è stabilita a seguito degli importanti scandali societari verificatisi dopo la grande liberalizzazione del 1991 ed in gran parte legati ad attività di *insider trading*¹⁸.

Ad oggi, il quadro normativo è ampiamente definito dal *Companies Bill* (anche detto *Companies Act*), legislazione risalente agli anni '50 del secolo

¹⁸ N. RAJAGOPALAN, Y. ZHANG, *Corporate Governance Reforms in China e India: Challenges and Opportunities*, in «Business Horizons», vol. 51, 2008, pp. 55-64.

scorso, revisionata solo nel 2012 e che rimane la disciplina principale in tema di governo societario.

Tutte le società quotate devono, inoltre, conformarsi agli obblighi imposti dalle previsioni della *Clause 49 of the SEBI Listing Agreement*.

L'organismo SEBI (*Securities and Exchange Board of India*, costituito nel 1992) è l'Autorità Garante, paragonabile alla SEC americana, che si assicura che tutte le società quotate seguano determinate linee guida e norme dettate nella *Clause 49*¹⁹.

Per le società che operano in determinati settori, come le banche e le assicurazioni, è previsto invece, un quadro regolamentare emanato da istituzioni di settore come la Banca Centrale Indiana (*Reserve Bank of India*) per le banche, o l'Autorità per lo Sviluppo e la Regolamentazione del Settore Assicurativo, ovvero l'IRDA (*Insurance Regulatory and Development Authority*), nel caso delle società assicurative.

Un'altra particolarità riguarda proprio queste ultime entità. La maggior parte delle società assicurative, infatti, sono società non quotate. Si ritiene che la loro disciplina in termini di *corporate governance* non sia evoluta quanto quella relativa al settore in altre parti del mondo.

Così, mentre la disciplina riguardante il settore bancario risulta molto sviluppata, quella relativa al settore assicurativo, si può affermare, risulta ancora in uno stadio non particolarmente evoluto, essendo il settore assicurativo un segmento liberalizzato solo di recente.

5.3.3 Metodologia della ricerca

Al fine di approfondire lo stato dell'arte in tema di evoluzione della funzione di *internal audit*, di sviluppo di sistemi integrati di *risk management* tra le società indiane, e sulla base di alcune evidenze emerse anche in ricerche e studi aventi ad oggetto il contesto indiano ed asiatico²⁰, si è predisposto un questionario suddiviso in 5 aree tematiche.

Nello specifico, le cinque aree su cui si sofferma l'indagine esplorativa sono:

¹⁹ All'interno di tale disciplina rientrano norme riguardo la pubblicazione dei dati finanziari, dei risultati di bilancio, la composizione del Consiglio e dei vari Comitati, le responsabilità ed i compiti del Comitato di Controllo Interno.

²⁰ In particolare tra i documenti utilizzati: KPMG, *The State of Corporate Governance in India - A Poll*, 2009; KPMG, *Risk Management: A Driver of Enterprise Value in the Emerging Environment*, 2011; RICHARD ANDERSON & ASSOCIATES, *Risk Management & Corporate Governance*, 2009; M. PAGE, L.F. SPIRA, *The Turnbull Report, Internal Control and Risk Management: The Developing Role of Internal Audit*, 2004; C. CACCIAMANI, *Rischi puri e valore di impresa*, 2004.

- I. quadro normativo e meccanismi di *Corporate Governance*;
- II. caratteristiche del *Dipartimento internal audit* ed evoluzione verso un *Sistema Integrato di Gestione dei Rischi*;
- III. ERM;
- IV. rischi e trasparenza;
- V. riflessioni sulla relazione tra *Gestione dei Rischi* e *Valore Aziendale*.

Considerata la numerosità delle società quotate nelle oltre 20 borse azionarie indiane²¹, e vista dunque l'impossibilità di ottenere interviste con un campione significativo di imprese, si è deciso di sottoporre alcuni autorevoli professionisti esperti in consulenza direzionale ad un questionario.

Si è presupposto che questi professionisti, lavorando a stretto contatto con le figure apicali e conoscendo le più recenti evoluzioni internazionali e locali in tema di sistemi di controllo interno e gestione dei rischi e le probabili tendenze evolutive circa il dipartimento di *internal auditing* in India, siano in grado di fornirne una valida approssimazione in termini di prassi aziendali e di peculiarità strutturali.

I professionisti intervistati appartengono a quattro diverse società di consulenza così suddivise:

- due appartenenti al network delle cosiddette *Big Four*, nello specifico la PricewaterhouseCoopers International Limited (New Delhi) e la KPMG International (Mumbai);
- una che opera su scala mondiale, la Pinkerton Consulting & Investigations²² (New Delhi);
- una società indiana di consulenza specializzata nella gestione dei rischi di recente costituzione, la Enterprise Risk Professionals LLP²³ (New Delhi).

Inoltre, si sono svolti colloqui con diversi docenti universitari di *Corporate Governance* e *Risk Management* dell'Amrita University-School of Business (Coimbatore) e del prestigioso polo universitario Indian Institute of Management in Bangalore (Bangalore).

²¹ Con i due mercati azionari principali, il Bombay Stock Exchange, il più antico dell'Asia, e il National Stock Exchange of India, che quotano rispettivamente oltre 5000 e oltre 1500 società. Fonti: <<http://www.stockmarkets.com.au/stock-markets/national-stock-exchange-of-india/>>; <<http://www.bseindia.com/>>; <<http://www.nseindia.com/>>; <http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_South_Asian_stock_exchanges> (ultimo accesso 30.11.2012).

²² Informazioni circa la Pinkerton Consulting & Investigation sono reperibili sul sito: <<http://www.securitas.com/pinkerton/en/>> (ultimo accesso 30.11.2012).

²³ La società è nata nel 2009. Informazioni circa la Enterprise Risk Professionals LLP sono reperibili sul sito: <<http://www.riskpro.in/>> (ultimo accesso 29.11.2012).

5.3.4 Risultanze emerse

Nel presente paragrafo si intende mettere in luce le principali peculiarità del contesto indiano in termini di evoluzione della funzione *internal audit* e del modo in cui tale funzione, ritenuta ormai un pilastro fondamentale della *corporate governance*, si interfaccia con il sistema di gestione dei rischi nelle società quotate indiane.

Ai fini della presente analisi si deve innanzitutto premettere che dai colloqui intercorsi è emerso che l'universo delle società quotate indiane è costituito da quasi 10000 entità ed è composto da un insieme molto eterogeneo di aziende. Tale precisazione sembra quanto mai opportuna visto che rileva particolarmente sia con riferimento all'approccio che le aziende quotate mostrano in tema di *governance*, ERM e di controlli interni, sia riguardo alla maturità dei processi di gestione del rischio che tali aziende hanno sviluppato.

Caratteristica rilevante del contesto economico indiano è la marcata concentrazione proprietaria che risulta prevalere anche tra le società quotate sui mercati azionari. Anche nelle borse principali, infatti, è presente un elevatissimo numero di aziende controllate da un numero ristretto di soggetti spesso appartenenti alla stessa famiglia fondatrice (*promoter*). Questo fenomeno genera, come è ovvio, un forte potere decisionale e di controllo in capo a questi soggetti portandoli, di fatto, al centro dei meccanismi di *governance aziendale* (quasi sempre i soci principali o i loro stretti rappresentanti sono, infatti, figure presenti direttamente nel Consiglio di Amministrazione o nei livelli dirigenziali).

Relativamente al contesto normativo ed al grado di vitalità delle istituzioni indiane, le autorità che definiscono la regolamentazione di riferimento in termini di controllo societario per le società quotate e che vigilano tale settore sono:

- il Ministry of Corporate Affairs of India, presso cui è collocato il registro delle imprese (il c.d. ROC, *Register of Companies*) e che detta norme in materia specifica di rendicontazione finanziaria e di relazione annuale da parte dei principali organi gestionali e di controllo aziendale;
- la SEBI (*Securities Exchange Board of India*), che detta principi di riferimento in termini di *corporate governance* e vigila sull'andamento dei mercati azionari e sul rispetto delle normative e dei regolamenti da parte delle società quotate.

Sia le normative dettate dal Ministry of Corporate Affairs che quelle dettate dal SEBI sono obbligatorie.

In India, infatti, a differenza di quanto avviene in altri contesti, i quali

pure hanno mutuato gran parte delle normative relative alla *corporate governance* dal sistema britannico, vige un sistema normativo di carattere obbligatorio.

L'ultimo atto emesso dal SEBI, ed in vigore dal dicembre 2005, è la c.d. *Clause 49*. Tale dispositivo normativo si occupa prevalentemente della disciplina inerente alla *corporate governance* e, tra le altre misure, ha previsto per la prima volta il riconoscimento dell'importanza della gestione dei rischi, introducendo l'obbligo in capo al Consiglio della predisposizione di sistemi adeguati per la loro gestione della loro continua supervisione. Tale atto impone, infatti, la verifica periodica dei processi di controllo interno e di *reporting* finanziario ed, appunto, l'adozione di adeguate procedure di valutazione e mitigazione dei rischi tenendo costantemente aggiornati vertici aziendali.

Nonostante l'elevata presenza di società a struttura proprietaria molto accentrata, in India vige un sistema di *governance* che, mutuato dal sistema britannico²⁴, prevede la presenza del Consiglio di Amministrazione con la sola presenza dei Comitati interni ad assicurare il controllo sulla gestione.

Sebbene l'India rappresenti un esempio tipico di come alcuni paesi, nella scelta delle politiche economiche e legislative, tendano ad importare principi e norme configuratisi ed affermati in contesti diversi²⁵, il paese sul quale si sono concentrate le analisi del presente lavoro si rivela, tuttavia, un esempio di come i sistemi aziendali sembrano percepire la necessità di adottare modelli adeguati alle caratteristiche storiche del proprio contesto economico. Negli ultimi anni in India, infatti, anche a seguito dei recenti scandali societari, risulta sempre più diffusa la presenza all'interno delle società quotate dei cosiddetti *Advisory Board*, organi non previsti dalle normative, che vanno ad affiancare i Consigli di Amministrazione e che non sono propriamente configurabili come organi di controllo. Tali organismi rappresentano organi consultivi costituiti da professionisti, cui è demandato il compito di sostenere nel processo decisionale il *Board*, composto spesso da figure molto allineate con gli interessi dei soci principali ma non sempre professionalmente competenti e quindi in grado di

²⁴ In Regno Unito, come noto, risulta prevalere la presenza di *public companies* tra le società quotate. Ovviamente questo fattore, così come la struttura economica e la cultura sociale del paese, risulta determinante nella configurazione degli apparati normativi in tema di *corporate governance*.

²⁵ Le ragioni particolari per cui il contesto normativo indiano è stato ed è enormemente influenzato dal contesto economico-normativo anglosassone sono rinvenibili principalmente nella marcata presenza di strutture produttive ed aziende appartenenti a società americane e dalla lunga colonizzazione britannica del paese.

influire sulle scelte strategiche, sul successo aziendale e, non ultima, sulla fiducia dei finanziatori e degli investitori²⁶.

Mentre le normative in tema di *corporate governance* risultano ormai modernamente sviluppate e i principi e le *best practices* internazionali ampiamente introdotti da tempo, ciò che risulta storicamente debole nel contesto indiano è la forza istituzionale delle autorità di vigilanza nel sorvegliare sul rispetto delle regole, monitorare sull'adeguata *compliance* richiesta alle società e nell'imporre sanzioni ai trasgressori.

Alla base di tale carenza c'è sicuramente un'inefficienza più generale del sistema politico di supervisione regolamentare che ad oggi risulta ancora piuttosto arretrato e burocratico ed i cui legami si sono intrecciati, spesso nel tempo, con importanti gruppi di potere molto influenti nel paese.

Altro elemento che viene segnalato e che contribuisce alla problematica del controllo esercitato sulle società, è l'arretratezza delle norme in tema di revisione. In India un enorme numero di società quotate sono ancora revisionate da piccole aziende che non sempre risultano pienamente indipendenti e professionalmente competenti nelle aree di operatività aziendale. Per tale motivo anche le normative relative alla qualità dei professionisti della revisione aziendale necessita di una profonda riconsiderazione.

Altro fattore di inefficienza è il sistema giudiziario che risulta ancora profondamente burocratico, arretrato ed inefficace, che produce tempi di attesa molto lunghi anche nelle azioni giudiziarie intraprese nei confronti delle società che trasgrediscono le norme di legge (nel sistema giuridico indiano tra l'altro, non sono ancora contemplati meccanismi di azioni collettive da parte degli azionisti a tutela delle minoranze azionarie).

Alla luce di tali considerazioni emerge come il problema vero oggi in India non riguardi tanto la regolamentazione, che è stata introdotta da tempo e che ha visto un periodo di profondo rinnovamento, seppur con qualche eccezione rispetto ai sistemi normativi occidentali, quanto piuttosto il rafforzamento dei meccanismi a garanzia della sua pratica applicazione.

Per quanto attiene alla sostanza delle normative attinenti alla gestione dei rischi, invece, la disciplina indiana non si discosta molto dalle *best practices* internazionali. La *Clause 49* infatti richiede alle aziende di definire documenti normativi volti ad informare i membri del Consiglio sulle procedure di valutazione e minimizzazione dei rischi. Viene richiesto, inoltre,

²⁶ Particolari maggiori sulle peculiarità degli *Advisory Board* sono descritte in recenti articoli dell'India Times: <http://articles.economictimes.indiatimes.com/2010-10-15/news/27570178_1_dennis-m-nally-advisory-boards-pwc> (ultimo accesso 02.12.2012); <http://articles.economictimes.indiatimes.com/2010-10-15/news/27575715_1_advisory-board-directors-indian-market> (ultimo accesso 02.12.2012).

che tali procedure siano periodicamente riesaminate al fine di assicurare che il *management* esecutivo controlli i rischi attraverso gli strumenti definiti all'interno di un quadro ben delineato dalla società²⁷.

Anche il Ministry of Corporate Affairs, ha dato spazio al concetto di *risk management* e alla sua rilevanza introducendo anche per le società non quotate alcune raccomandazioni in tema di gestione dei rischi²⁸. Nello specifico, queste prevedono che:

- il Consiglio, il Comitato per il Controllo ed il *management* identifichino collettivamente i rischi cui è sottoposta l'azienda e documentino che il processo di identificazione e di mitigazione del rischio si inserisce all'interno di una politica o di una strategia di gestione del rischio globale;
- il Consiglio assicuri e divulghi nella sua relazione ai soci la predisposizione di un modello per il governo dei rischi all'interno dell'azienda e che tale modello sia revisionato semestralmente dal Consiglio stesso. La comunicazione dovrebbe prevedere inoltre la puntuale descrizione dei fattori di rischio che si reputano più significativi.

Uno degli aspetti interessanti circa l'attività della funzione di *internal audit* nel particolare contesto indiano attiene all'indipendenza della funzione di *internal audit* all'interno delle aziende familiari. Riguardo a tale circostanza, gli intervistati riferiscono che esiste la concreta volontà anche da parte di tali imprese di rendere la funzione di revisione il più indipendente ed obiettiva possibile²⁹ e questo anche per renderla uno strumento di effettivo controllo sulla struttura aziendale. Le società quotate, comunque, riconoscono all'attività di revisione interna adeguatamente implementata un grande valore per l'azienda. Permangono, tuttavia, resistenze in molte strutture aziendali nelle quali i soci di riferimento faticano a cedere il controllo diretto sull'operatività e, pertanto, si riscontrano sovente limitazioni nell'intromissione della funzione in alcune aree considerate estremamente delicate e che sono inerenti, generalmente, alla conformità normativa laddove questa è resa difficoltosa dall'obsolescenza di leggi molto datate. Le figure apicali di molte società preferiscono, in tali casi, gestire in prima persona le attività di tale area.

²⁷ Il paragrafo (C) della sub-clausola IV della *Clause 49* afferma infatti che: «The company shall lay down procedures to inform Board members about the risk assessment and minimization procedures. These procedures shall be periodically reviewed to ensure that executive management controls risk through means of a properly defined framework».

²⁸ Paragrafo (II) (C) del *Corporate Governance Voluntary Guidelines* del 2009.

²⁹ Spesso, tuttavia, tale intenzione solo formale, visto che non è prevista una vincolante procedura per la loro nomina.

Per quanto riguarda la struttura della funzione di IA, dai colloqui è emerso che generalmente in India le aziende che sono molto piccole o, parallelamente, le grandi aziende, sono solite dotarsi di una struttura interna di *internal audit* mantenendo *in house* la funzione di revisione aziendale. Per le prime la motivazione è da ricercarsi negli ingenti costi che comporterebbe l'esternalizzazione di tali servizi; le seconde, invece, essendo modernamente strutturate risultano dotate di personale fortemente specializzato in tutte le aree della struttura aziendale e generalmente possono permettersi di sostenere i costi relativi ad un'attività che permette loro sia di mantenere il controllo sulle aree strategiche della società, sia di sviluppare linee di riporto interne più veloci.

Le società di medie dimensioni, invece, preferiscono esternalizzare l'attività³⁰. Di solito queste tipologie di società, infatti, preferiscono mantenere una base di pochi *auditor* di origine interna (in genere due o tre *auditor* che si occupano del coordinamento dell'attività), e delegare a società di consulenza esterne la parte operativa circa la verifica dell'operatività aziendale e dei processi. In tali strutture societarie, inoltre, il capo della revisione interna si riunisce trimestralmente col CFO per tenerlo aggiornato sullo stato delle verifiche rispetto l'*audit plan* e sui risultati. Le risultanze delle revisioni verranno presentate poi anche alle riunioni del Comitato dei Controlli Interni. Si è riscontrato inoltre che, in tali società, non si rileva l'interesse per l'internalizzazione di tale attività che sembra percepita ancora come un'attività 'non caratteristica' e pertanto poco strategica e lontana dall'attività principale.

Si segnala, infine, che in India, come capita anche in Italia, alcune aziende grazie alla visuale privilegiata che la funzione offre in tutti i processi aziendali, utilizzano l'attività di revisione interna come un *training ground* per qualificare il personale, prima dell'inserimento nei diversi ruoli di linea (ad esempio vendite, *marketing*, finanza, ecc.).

Riguardo all'evoluzione dell'attività di revisione interna tutti gli intervistati sembrano concordi nell'affermare che recentemente si stia ormai costituendo una tendenza comune verso lo sviluppo delle attività non più solo relative ai controlli (sui processi e sulla *compliance*), ma anche relative all'analisi dei rischi e volte sia alla verifica ed all'aggiornamento dei processi interni che a proporre precisi miglioramenti ai vertici aziendali. Anche le relazioni finali sulle verifiche effettuate rispecchierebbero tale aspetto, evidenziando un passaggio dai tradizionali *audit report* verso i cc.dd. *risk based reports*.

Si ritiene, invece, che l'attività della funzione in esame non comprenda

³⁰ Anche se l'esternalizzazione pura non è una pratica troppo diffusa. In genere si tratta di *co-sourcing*.

ancora la revisione dei processi decisionali strategici (per i quali si fa frequente ricorso alla consulenza di una *Big Four*) e che la funzione non incorpori tra le sue mansioni tipiche anche la gestione pura del rischio, attività che viene quasi sempre demandata alla funzione più specializzata di *risk management*, mantenendo così inalterata la struttura dei sistemi di controllo interno articolata su differenti.

Ovviamente, ciò non preclude invece la forte vicinanza tra le due funzioni e la loro continua collaborazione.

In definitiva, dunque, mentre il sentire comune dei professionisti è quello di trasformare la funzione di *internal auditing* in una funzione di vero e proprio governo dei rischi, nella realtà non sembra che tale funzione abbia raggiunto un livello adeguato di maturità per un compito di tale responsabilità. Per questo motivo la maggior parte delle aziende continua a mantenere i due dipartimenti separati e ad affidare loro il presidio dei rischi su livelli di controllo separati. In particolare, nella prassi delle società più evolute, è diffuso un approccio che sembra far interagire continuamente le due funzioni fino quasi ad integrare le proprie visioni, ma che in realtà le vede operare ognuna sul proprio livello di controllo, permettendo generalmente alla funzione di *internal auditing* di usufruire spesso del supporto della funzione di *risk management* che è generalmente più vicina all'operatività aziendale, ed a quest'ultima, di usufruire dell'apporto della funzione di *internal auditing* su specifiche tematiche che richiedono una visione a 360° sul contesto strategico societario, dei processi aziendali nonché normativo.

Secondo un autorevole esponente del mondo professionale, la divisione tra le due attività è, di fatto, anche la conseguenza del differente oggetto di analisi delle due funzioni. Il *risk management*, in particolare, è ritenuto essere un dipartimento molto più orientato ai rischi per il supporto alle decisioni strategiche («It adopts an approach with forward looking lens»). L'*internal auditing*, invece, adotta un approccio al rischio soprattutto riguardante i processi già in essere o comunque previsti dai vertici aziendali ed in fase di implementazione («an approach more current or backward looking»).

Alla domanda: «La funzione di IA è, secondo lei, al pieno del suo potenziale?», la risposta è stata suddivisa, come prevedibile, in due fattispecie: per le società di piccole e medie dimensioni spesso l'IA è una funzione ancora vista come una spesa, e pertanto pur riconoscendole un'importanza in termini di apporto di valore, rimane grande la difficoltà di svilupparla al meglio delle sue potenzialità poiché non si intravedono con chiarezza i benefici futuri a fronte dei costi sicuri che questa comporterebbe nell'immediato. In molte aziende, anche familiari, che sono cresciute molto e che hanno fatto acquisizioni sia in India che al di fuori dal paese, la funzione di *internal*

auditing è stata invece molto sviluppata al fine anche di trasmetterle maggiori responsabilità rispetto al suo ruolo tradizionale: ad esempio, a volte le si è affidata la predisposizione e l'organizzazione, in quanto profonda conoscitrice del *business* e dei processi aziendali, dell'operatività nei vari *branch* anche all'estero, o la revisione delle funzioni e dei processi quando non anche la funzione di indirizzo e coordinamento anche fuori dal continente asiatico; altre volte ancora le si è affidata la gestione di complesse operazioni internazionali, di acquisizioni o le revisioni sulla qualità dei processi esteri³¹.

Per quanto riguarda il ruolo del Consiglio, nella definizione delle politiche di rischio, secondo i rispondenti, per dare una risposta esaustiva è necessario considerare che, data la diffusa presenza degli azionisti di riferimento anche nell'organo direttivo, è da ritenersi già raro il fatto che il Consiglio sia sostanzialmente, e collegialmente, coinvolto nelle strategie aziendali. Laddove questo avviene, comunque, si ritiene che sia plausibile anche un ruolo proattivo riguardante il governo dei rischi, vista la rilevanza di tale tema e la diffusa presa di coscienza recente circa la sua influenza sul successo aziendale. Anche in India, come in Italia, inoltre, non è molto diffusa la presenza di un Comitato Rischi interno al Consiglio, fatte salve le società controllate da aziende appartenenti al contesto anglosassone³².

Per quanto riguarda l'utilizzo di un modello adeguato di gestione del rischio nella prassi aziendale poi, si è riscontrato che le problematiche che risultano più frequenti nelle società indiane sono essenzialmente di tre tipi:

- gli obiettivi dati ai responsabili funzionali ed i parametri inclusi nei KPI spesso impongono ai *line manager* approcci eccessivamente pragmatici, fondati sui numeri e che lasciano poco spazio ad altri aspetti qualitativi molto importanti; tra questi, il perseguimento di una posizione stabile nel mercato, la necessità di mantenere costanti punti di contatto, scambio e condivisione con la società, ecc. Si viene quindi a determinare una separazione tra focus sui risultati dei *manager* operativi e la visione generale aziendale indirizzata verso una gestione dell'impresa sostenibile nel tempo;
- i *manager* operativi non sempre comprendono che una corretta gestione del rischio parte da loro stessi. Spesso, infatti, la gestione

³¹ Nell'affidamento di tali attività, in realtà, spesso si scorge la volontà di far giocare alla funzione in esame anche un ruolo di *watchdog* per il *management* ed i *promoter* aziendali.

³² In Italia il Comitato Rischi è una realtà nuova ed è presente in poche società, soprattutto operanti nel settore bancario o quelle quotate nel NYSE (costituito spesso da non esecutivi in maggioranza indipendenti: es. Allianz SpA), a volte integrata al Comitato per i Controlli Interni (es. Unicredit e Pirelli). In UK ha rappresentanti anche dalle *operating units*.

del rischio viene vista come un compito delegato a una funzione a sé stante e lontana dall'interfaccia operativa. Non si ha piena concezione, quindi, delle implicazioni che le azioni, o inazioni, commesse a tutte le latitudini organizzative hanno sulla capacità per l'azienda di raggiungere gli obiettivi prefissati;

- il terzo problema appare come il più complesso e riguarda la propensione al rischio. La maggior parte degli uomini-azienda sa descrivere il c.d. *risk appetite* solo genericamente o qualitativamente. Le aziende indiane, infatti, nel loro complesso, non hanno ancora cominciato a definire con precisione il proprio grado di propensione al rischio. Ciò determina il disallineamento sostanziale delle politiche di rischio attuate all'interno della struttura. Varie figure e vari responsabili dipartimentali, infatti, prendono decisioni assumendo determinati rischi, ma nessuno ha piena consapevolezza del livello di propensione al rischio entro cui l'azienda ha deciso di muoversi. Né esiste spesso comunicazione interfunzionale su tale tema. E questa oggi sembra essere la sfida principale.

Questi fattori nel loro complesso precludono la sostanziale adozione di una visione integrata e di una politica globale sui rischi aziendali a molte società quotate.

Riguardo alla periodicità con cui si svolgono *workshop* o *brainstorming* tra responsabili funzionali di ogni area aziendale e tecnici del *risk management* e dell'*internal auditing* ai fini di un'identificazione e valutazione integrata dei rischi, per un controllo della loro coerenza con gli obiettivi aziendali (strategici ed operativi) e col *risk appetite*, è emerso che generalmente ogni trimestre sono presentate al Consiglio ed al Comitato Rischi informazioni ed aggiornamenti circa i rischi aziendali, ma un vero *brainstorming* o un *cross-functional workshop*, con discussione sui rischi ai fini di un coinvolgimento della struttura aziendale a tutti i livelli e della diffusione della 'cultura del rischio' in tutta l'organizzazione, sono generalmente previsti una sola volta l'anno³³.

Riguardo al modo in cui viene garantita oggi all'interno delle aziende indiane la 'cultura del rischio'³⁴, tale aspetto sta cominciando ad essere preso in considerazione da molte grandi società indiane, ad esempio, promovendo

³³ Generalmente tali incontri consistono nella presentazione di alcuni risultati aziendali e nel focalizzare l'attenzione su alcuni *key risk indicator* mediante l'utilizzo di presentazioni digitali.

³⁴ «So it's really trying to ensure there is a risk aware culture within the whole business and that everybody thinks risk, because anyone that is a manager in the business should be a risk manager really»: PAGE, SPIRA, *The Turnbull Report, Internal Control and Risk Management: The Developing Role of Internal Audit*, cit.

alcuni corsi al personale, in orario di lavoro, sull'importanza di un'adeguata considerazione dei rischi nell'operatività aziendale e coinvolgendo lo stesso personale operativo nelle scelte che vengono prese dalle singole funzioni. Altre volte si tende ad allineare gli incentivi al personale agli obiettivi di lungo periodo dell'azienda. Allo stato le questioni relative a questo aspetto sono pertanto tutte in via di approfondimento e di sperimentazione.

Per quanto riguarda l'adozione di un reale modello integrato di gestione dei rischi, gli intervistati sembrano d'accordo nell'attribuire a meno del 10% delle società quotate indiane una reale adozione del modello ERM.

Nonostante le aziende si presentino allo stato con configurazioni e strutture di gestione del rischio prevalentemente immaturi, si riscontra però che un processo di avvicinamento all'approccio organizzato ed integrato ai rischi aziendali da parte delle società quotate è già in atto. In questa transizione, i maggiori *driver* sono rappresentati dalla crescita economica complessiva del paese e dalla complessità ambientale che introduce innumerevoli nuove variabili da gestire sia per rimanere competitivi che per sfruttare al meglio le opportunità che il mutevole scenario presenta. Altro fattore che sta inducendo le aziende ad implementare i meccanismi di governo del rischio, è rappresentato dalla crescente attenzione da parte del legislatore verso l'adeguatezza dei meccanismi di identificazione e valutazione dei rischi aziendali. Collegato a tale aspetto c'è anche l'importanza riconosciuta alla gestione del rischio data anche dalle maggiori agenzie di *rating* che operano in India.

Uno dei fattori che incide maggiormente sulla concreta adozione dell'ERM, è tuttavia il riconoscimento in termini quantitativi, difficile allo stato attuale, del concreto contributo che questo fornisce al valore aziendale ed al conseguimento degli obiettivi³⁵.

Quella della concreta configurazione del valore aggiunto che sarebbe attribuibile al *risk management* è il medesimo problema riscontrabile con un altro aspetto sempre più all'attenzione delle grandi aziende in occidente e che in India trova ancora difficoltà ad emergere: la *Corporate Social Responsibility*³⁶. Riguardo a tale tematica, è stato in generale affermato dai

³⁵ A tal proposito un intervistato dichiara: «I don't think it is possible to establish direct link between implementing ERM and improving the profitability or reducing the cost of capital; I don't think any study anywhere in the world has proved that if you implement ERM you will actually be able to reduce the cost of finance. So I think that is where the challenge lives in term of ERM, then the benefits of ERM; because ERM is a concept that has been in place for about 15 years now, but the benefit of ERM are continuing to remain quite undefined. It is difficult indeed to attach a monetary value to ERM *in se*, as to say 'if you implement ERM this is what will happen to you from a profitability angle, or from a cost angle'».

³⁶ Solo il 23% degli intervistati nell'ambito della *survey The State of CG in India*, KPMG,

rispondenti che un più integrato e sviluppato approccio alla gestione del rischio verso cui le società quotate sembrano indirizzate, porterebbe inevitabilmente anche ad un migliore approccio con riguardo a tale tematica, data anche l'importanza che le viene ormai riconosciuta in tutto il mondo.

5.4 Conclusioni e considerazioni finali

L'universo delle società quotate nelle 23 differenti Borse Valori indiane è rappresentato da quasi 10000 entità, a fronte di un numero di società quotate nella Borsa Valori italiana di sole 328³⁷ unità. Se si associa a questo primo dato il fatto che le modalità di predisposizione e l'efficacia dei sistemi dei controlli interni dipendono sia da fattori contingenti esterni e comuni alle aziende (come le scelte di incisività da parte delle istituzioni nella vita aziendale, il grado di obsolescenza delle politiche di supervisione regolamentari e l'efficacia del sistema di erogazione delle sanzioni), sia da elementi che derivano dalle peculiarità della struttura e dalla storia culturale propria di ciascuna azienda (come l'ingerenza da parte dei soci di riferimento nella gestione, l'accentramento del controllo sui vertici aziendali o il grado di diffusione della 'cultura del controllo' all'interno della struttura organizzativa, le politiche di incentivazioni o di coinvolgimento del personale aziendale nel processo decisionale, ecc.), si comprende agevolmente la difficoltà di raffigurare entro categorie prefissate l'eterogeneo insieme di realtà e di prassi aziendali indiane. Si premette, pertanto, che le risultanze e le riflessioni esposte nel presente capitolo derivano da considerazioni soggettivamente effettuate dai professionisti della consulenza direzionale in tema di *audit* e *risk management* intervistati.

Relativamente al contesto normativo ed al grado di vitalità delle istituzioni indiane in tema di governo societario, si può affermare che in India, a seguito delle liberalizzazioni tra il 1991 ed il 1994³⁸, si è svolto un forte

2009, ritiene infatti che la CSR sia una priorità nell'agenda delle aziende indiane quotate.

³⁷ Di cui 304 sono società quotate nel mercato Mta (di cui 71 Star), 36 nell'Mta international, 6 nel mercato Miv (su cui sono quotati anche 26 fondi chiusi), 14 nell'Aim Italia e 10 del Mac. <<http://www.wallstreetitalia.com/article/1295598/borsa-2011-scso-a-328-numero-societa-quotate-l-ipo-sul-mta.aspx>> (ultimo accesso 15.12.2015).

³⁸ Prima della liberalizzazione iniziata nel 1991, l'India manteneva una politica commerciale protezionista che cercava l'autosufficienza. Alla fine degli anni '80 il *deficit* risultava molto elevato ed il paese dovette ricorrere ai prestiti del Fondo Monetario Internazionale e della Banca Mondiale. Nel '91 venne liberalizzata l'industria manifatturiera e nel '94 l'agricoltura, seguendo le indicazioni dell'FMI, della Banca Mondiale e più tardi della DFID, agenzia di cooperazione ed aiuto britannico, e dell'OMC. La ricetta per raggiungere gli obiettivi condivisi fu un 'piano di ammodernamento strutturale' che prevede tra

processo di rinnovamento normativo ispirato prevalentemente alle *best practices* internazionali ed in particolare al modello di *governance* anglosassone.

Un fenomeno comune tra il contesto italiano e quello indiano è stato l'accoglimento, probabilmente eccessivamente acritico, da parte dei rispettivi legislatori dei sistemi di *governance* e delle normative in tema di amministrazione e controllo nati in contesti molto differenti (dal punto di vista storico, economico e culturale). In Italia, infatti, col recepimento delle linee guida internazionali, si è prodotto un proliferare eccessivo di soggetti demandati al controllo, che non ha tenuto in adeguata considerazione la presenza del Collegio Sindacale e che ha portato alla sostanziale duplicazione di alcune funzioni aziendali e ad 'un'architettura di controllo un po' barocca'³⁹. In India, dove non era prevista la presenza di un organo di controllo indipendente (presenza che sarebbe stata invece opportuna data la tipica natura concentrata dell'azionariato anche tra le società quotate), con l'introduzione del modello monistico britannico non si sono adeguatamente gestite le problematiche tipiche dei contesti aziendali di natura *principal-principal*⁴⁰. A tali aggiustamenti, invece, hanno dovuto ricorrere col tempo, la prassi aziendale (come ricorda, ad esempio, l'introduzione degli *Advisory Board*) o le raccomandazioni delle associazioni di categoria.

Con riferimento al tema della gestione del rischio, invece, sia l'India che l'Italia hanno introdotto previsioni normative molto chiare che impu-

le altre misure: la svalutazione della rupia del 25%, il cambiamento della coltivazione tradizionale in una coltivazione intensiva per l'esportazione, tagli nel settore pubblico per frenare il *deficit* fiscale e la liberalizzazione del sistema bancario.

³⁹ Intervento dell'Ing. Paolo Scaroni, Amministratore delegato dell'ENI, all'assemblea annuale della Consob a Palazzo Mezzanotte di lunedì 9 maggio 2011 <http://www.complianceaziendale.com/2011/05/scaroni-eni-proposte-di-modifica-del_13.html> (ultimo accesso 15.12.2015). Tra l'altro lo stesso meccanismo ha permesso l'introduzione, solo parziale, di modelli di *governance* in uso in altri contesti, quello renano e quello monistico, che non hanno riscosso il successo sperato proprio in virtù di una loro introduzione frettolosa e non adeguatamente ponderata.

⁴⁰ Il *Board*, il Consiglio di Amministrazione inglese, infatti, nato in un mondo di *public companies*, se giudica che la gestione non è soddisfacente può decidere di mandare a casa il CEO, il capo azienda. Con questo potere il *Board* di una società inglese si sente pienamente responsabile dei risultati dell'azienda: se la gestione non porta i risultati desiderati, anche la reputazione dei componenti del *Board* ne risulterà compromessa. In pratica questa decisione, in India come del resto anche in Italia, spetta all'azionista di riferimento che, peraltro, è spesso lo stesso capo azienda. Questa impotenza sostanziale del Consiglio di Amministrazione non dovrebbe però portarlo ad abdicare al suo ruolo di indirizzo strategico e dedicarsi anche lui al controllo, aggiungendosi al Comitato di Controllo Interno, al Collegio Sindacale, al Dirigente Preposto, all'Organismo di Vigilanza e così via.

tano ai Consigli di Amministrazione la responsabilità della predisposizione di un adeguato sistema di identificazione e di mitigazione dei rischi (l'India mediante la c.d. *Clause 49*, disciplina obbligatoria per le società quotate in vigore dal dicembre 2005, l'Italia tramite le raccomandazioni *comply or explain* del Codice di Autodisciplina, il cui ultimo aggiornamento risale al dicembre 2011).

Ciò che in India risulta storicamente debole è la forza istituzionale delle autorità di vigilanza nel sorvegliare sul rispetto delle regole, monitorare sull'adeguata *compliance* richiesta alle società quotate e nell'imporre sanzioni ai trasgressori. Alla base di tale inefficienza c'è un'inadeguatezza più generale del sistema politico di supervisione regolamentare che, ad oggi, risulta ancora piuttosto arretrato e burocratico ed i cui legami si sono intrecciati spesso nel tempo con gruppi di potere molto influenti nel paese, l'arretratezza e l'inefficacia di un sistema giudiziario ormai obsoleto e la necessità di una riforma che renda più stringenti i requisiti per l'operatività di società di consulenza e di revisione contabile.

Uno degli aspetti interessanti circa l'attività della funzione di *internal audit* in India attiene all'indipendenza della funzione di *internal audit* all'interno delle aziende familiari. Anche se c'è l'effettivo riconoscimento, nella maggior parte delle imprese quotate, del contributo che un'efficiente funzione di *internal audit* può fornire nel conseguimento dei risultati, le imprese familiari indiane sembra facciano ancora fatica a riconoscerle la necessaria libertà d'azione. Diffusa, ad esempio, è la nomina all'interno della funzione del 'personale di fiducia' dei soci di riferimento o la prassi che vede le figure apicali occuparsi personalmente delle aree considerate più delicate e di maggior interesse nell'attività aziendale.

Per quanto riguarda la struttura della funzione di *internal audit*, generalmente in India le aziende che sono molto piccole o, parallelamente, le grandi aziende, sono solite dotarsi di una struttura interna di *internal audit* mantenendo *in house* la funzione di revisione aziendale: per le prime la motivazione è da ricercarsi negli ingenti costi che comporterebbe l'esternalizzazione di tali servizi, le seconde, invece, essendo modernamente strutturate e competendo su mercati globali, preferiscono dotarsi di personale interno fortemente specializzato, risultando continuamente alla ricerca di miglioramenti nei processi volti ad aumentare la propria competitività e ad eliminare le inefficienze. Le società di medie dimensioni, invece, tendono spesso ad esternalizzare in parte l'attività mantenendo una base di pochi *auditor* di origine interna (in genere due o tre *auditor* che si occupano del coordinamento dell'attività), e delegando a società di consulenza esterne la parte operativa. Si segnala, infine, che in India, come

capita anche in Italia, alcune aziende utilizzano l'attività di revisione interna come un *training ground* per qualificare il personale prima dell'inserimento nei ruoli di linea inseriti (ad esempio vendite, *marketing*, finanza, ecc.).

Riguardo all'evoluzione dell'attività di revisione interna, tutti gli intervistati sembrano concordi nell'affermare che recentemente, in linea con quanto avviene in tutto il mondo, anche in India si sta affermando sempre di più la tendenza verso un passaggio dall'attività di controllo *ex post* sui processi ad un'attività di *auditing* focalizzata sui rischi in un'ottica di prevenzione degli eventi negativi ed orientata al proponimento di eventuali miglioramenti.

Si ritiene, invece, che l'attività della funzione in esame non comprenda ancora la revisione dei processi decisionali strategici (per i quali si fa frequente ricorso alla consulenza di una *Big Four*) e che la funzione non incorpori, tra le sue mansioni tipiche, anche la gestione pura del rischio, attività che quasi sempre viene demandata alla funzione più specializzata di *risk management*.

Per quanto riguarda il ruolo del Consiglio nella definizione delle politiche di rischio, si rileva che un ruolo proattivo è plausibile solo nelle società in cui il Consiglio è collegialmente e concretamente coinvolto nella gestione dell'azienda e nella definizione delle strategie aziendali (fenomeno per la verità molto raro nel contesto indiano, a causa della forte presenza di società a conduzione familiare).

Per quanto riguarda l'utilizzo di un modello adeguato di gestione del rischio nella prassi aziendale, invece, si è riscontrato che le problematiche che risultano più frequenti nelle società indiane sono essenzialmente di tre tipi:

- gli obiettivi dati ai responsabili funzionali ed i parametri inclusi nei KPI, spesso impongono ai *line manager* approcci eccessivamente pragmatici, fondati sui numeri e che lasciano poco spazio ad altri aspetti qualitativi molto importanti. Tra questi, il perseguimento di una posizione stabile nel mercato, la necessità di mantenere costanti punti di contatto, scambio e condivisione con la società, ecc. Si viene quindi a determinare una separazione tra focus sui risultati dei *manager* operativi e la visione generale aziendale indirizzata verso una gestione dell'impresa sostenibile nel tempo;
- i *manager* operativi non sempre comprendono che una corretta gestione del rischio parte da loro. Spesso, infatti, la gestione del rischio viene vista come una funzione a sé stante e lontana dall'interfaccia operativa. Non si ha piena concezione, quindi, delle implicazioni che invece le azioni, o inazioni, a tutte le latitudini commesse, hanno sulla capacità per l'azienda di raggiungere gli obiettivi prefissati;

- il terzo problema appare come il più complesso e riguarda la propensione al rischio. La maggior parte degli uomini-azienda sa descrivere il c.d. *risk appetite* solo genericamente o qualitativamente. Le aziende indiane, infatti, nel loro complesso, non hanno ancora cominciato a definire con precisione il proprio grado di propensione al rischio. Ciò determina il disallineamento sostanziale delle politiche di rischio attuate all'interno della struttura. Varie figure e vari responsabili dipartimentali, infatti, prendono decisioni assumendo determinati rischi, ma nessuno ha piena consapevolezza del livello di propensione al rischio entro cui l'azienda ha deciso di muoversi, né esiste spesso comunicazione interfunzionale su tale tema. E questa oggi sembra essere la sfida principale.

Questi fattori nel loro complesso precludono la sostanziale adozione di una visione integrata e di una politica globale sui rischi aziendali a molte società quotate.

Riguardo al modo in cui viene garantita oggi all'interno delle aziende indiane la 'cultura del rischio', tale aspetto sta cominciando ad essere preso in considerazione da alcune società indiane, ad esempio, promovendo alcuni corsi al personale, in orario di lavoro, sull'importanza di un'adeguata considerazione dei rischi nell'operatività aziendale e coinvolgendo lo stesso personale operativo nelle scelte che vengono prese dalle singole funzioni. Altre volte si tende ad allineare gli incentivi al personale agli obiettivi di lungo periodo dell'azienda. Allo stato le questioni relative a questo aspetto sono pertanto tutte in via di approfondimento.

Riguardo all'adozione di un reale modello integrato di gestione dei rischi, gli intervistati sembrano d'accordo nell'attribuire a meno del 10% delle società quotate indiane una reale adozione del modello ERM.

Nonostante le aziende si presentino allo stato con configurazioni e strutture di gestione del rischio prevalentemente immaturi, si riscontra che è già in atto un processo di avvicinamento all'approccio organizzato ed integrato ai rischi aziendali da parte delle società quotate. In questa transizione i maggiori *driver* sono rappresentati dalla crescita economica complessiva del paese e della complessità ambientale che introducono innumerevoli nuove variabili da gestire, sia per contenere la probabilità di accadimento degli eventi sfavorevoli e rimanere competitivi, sia per sfruttare al meglio le opportunità che il mutevole scenario presenta. Altro fattore che sta inducendo le aziende ad implementare i meccanismi di governo del rischio è rappresentato dalla crescente attenzione da parte del legislatore verso l'adeguatezza dei meccanismi di identificazione e valutazione dei rischi

aziendali. Collegato a tale aspetto è anche l'importanza riconosciuta alla gestione del rischio data anche dalle maggiori agenzie di *rating* che operano in India.

Uno dei fattori che incide maggiormente sulla concreta adozione dell'ERM è il riconoscimento in termini quantitativi, difficile allo stato attuale, del concreto apporto di questo al valore aziendale ed al conseguimento degli obiettivi.

BIBLIOGRAFIA

- AIIA (2011), *Caratteristiche dell'attività di Internal Auditing: report I*, Milano.
- ANDERSON R. & ASSOCIATES (2009), *Risk Management & Corporate Governance* <<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/42670210.pdf>> (ultimo accesso 30.01.2016).
- ARENA M., AZZONE G. (2007), *Internal Audit Departments: Adoption and Characteristics in Italian Companies*, in «International Journal of Auditing», vol. 11, n. 2, pp. 91-114.
- BANCHINI M., DI NOIA C. (2010), *I controlli societari: molte regole, nessun sistema*, Milano, Egea.
- BERETTA S. (2004), *Valutazione dei rischi e controllo interno*, Milano, Università Bocconi Editore.
- CACCIAMANI C. (2004), *Rischi puri e valore di impresa*, Trieste, Edizioni Goliardiche.
- DITTMER C. (2007), *Internal Auditing*, Milano, Egea.
- FORTUNA F. (2010), *La corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale: aspetti comparativi e profili evolutivi*, Bologna, Il Mulino (Collana AIDEA).
- INSTITUTE OF INTERNAL AUDITORS (1999), *Effective Governance*, UK.
- IFAC FINANCIAL MANAGEMENT ACCOUNTING COMMITTEE (2002), *Managing Risk to Enhance Stakeholder Value*.
- KPMG ADVISORY (2010), *Enterprise Risk Management in Italia*.
- KPMG ADVISORY (2011), *Risk Management: A Driver of Enterprise Value in the Emerging Environment* <https://www.kpmg.com/IN/en/IssuesAndInsights/ThoughtLeadership/KPMG_Risk_Management_Survey_2011_1.pdf> (ultimo accesso 30.01.2016).
- KPMG ADVISORY (2009), *The State of Corporate Governance in India – A Poll* <https://www.in.kpmg.com/SecureData/ACI/Files/CG_Survey_Report.pdf> (ultimo accesso 30.01.2016).
- MINISTRY OF CORPORATE AFFAIRS GOVERNMENT OF INDIA (2009), *Corporate Governance Voluntary Guidelines* <http://www.mca.gov.in/Ministry/latest-news/CG_Voluntary_Guidelines_2009_24dec2009.pdf> (ultimo accesso 30.01.2016).
- MUSERRA A.L., LIPPOLIS S. (2010), *Sistema dei controlli e modelli ex D.Lgs.231/2001: alcune considerazioni in tema di governance*, in Fortuna F. (a cura di), *La corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale: aspetti comparativi e profili evolutivi*, Bologna, Il Mulino (Collana AIDEA).
- RAJAGOPALAN N., ZHANG Y. (2008), *Corporate Governance Reforms in*

China e India: Challenges and Opportunities, in «Business Horizons», vol. 51, pp. 55-64.

PAGE M., SPIRA L.F. (2004), *The Turnbull Report, Internal Control and Risk Management: The Developing Role of Internal Audit*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland.

PROTIVITI INDEPENDENT RISK CONSULTING (2006), *Barometro dei rischi e del risk management italiano*.

SALVIONI D.M. (2009), *Il sistema di controllo di corporate governance*, in Maggioni V., Potito A., Viganò R. (a cura di), *Corporate governance: controllo e struttura finanziaria*, Bologna, Il Mulino (Collana AIDEA).

SCHIUMA L. (2003), *Amministrazione, controllo e bilancio nella riforma delle S.p.A.*, a cura di Sandulli M., Santoro V., Torino, Giappichelli Editore.

WILSON D., PURUSHOTHAMAN R., O'NEILL J. (2003), *Goldman Sachs Brics Report* <<http://www2.goldmansachs.com/our-thinking/brics/brics-reports-pdfs/brics-dream.pdf>> (ultimo accesso 14.12.2015).

SITOGRAFIA

<http://articles.economictimes.indiatimes.com/2010-10-15/news/27575715_1_advisoryboard-directors-indian-market> (ultimo accesso 15.12.2015).

<http://articles.economictimes.indiatimes.com/2010-10-15/news/27570178_1_dennis-mnally-advisory-boards-pwc> (ultimo accesso 15.12.2015).

<<http://www.bseindia.com/>> (ultimo accesso 15.12.2015).

<http://www.complianceaziendale.com/2011/05/scaroni-eni-proposte-di-modificadel_13.html> (ultimo accesso 15.12.2015).

<http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_South_Asian_stock_exchanges> (ultimo accesso 15.12.2015).

<<http://www.nseindia.com/>> (ultimo accesso 15.12.2015).

<<http://www.riskpro.in/>> (ultimo accesso 15.12.2015).

<<http://www.stockmarkets.com.au/stock-markets/national-stock-exchange-of-india/>> (ultimo accesso 15.12.2015).

<<http://www.wallstreetitalia.com/article/1295598/borsa-2011-sceso-a-328-numero-societaquote-1-ipo-sul-mta.aspx>> (ultimo accesso 15.12.2015).

CAPITOLO 6

Il caso Telecom Argentina (1990-2010)

Patrizio Graziani, Alessandro Annaratore

6.1 Introduzione

La *corporate governance* è una materia dai confini ampi e mutevoli a seconda dell'impostazione teorica di partenza, ed un tema assai controverso in letteratura, condizione che si riflette nella difficoltà di offrire una definizione unica. La necessità di razionalizzare uno scenario così complesso giustifica l'individuazione di due modelli di riferimento: la *Shareholder Value Theory* (derivata dalla *Agency Theory*, di Jensen e Meckling, 1976), e la *Stakeholder Theory*, Freeman (1984). Entrambi i modelli ruotano attorno al tema della responsabilità manageriale, ma mentre nel primo caso questa si atteggia nei confronti dei soli azionisti, nel secondo essa assume un significato più esteso arrivando a rivolgersi agli *stakeholder*, alla società civile, alle generazioni future, ecc.

Sebbene sia frequente incontrare in letteratura autori che propendano in favore di un modello, non è in concreto possibile individuarne uno 'ottimale', da un lato perché l'applicazione di un modello *tout-court* non è possibile senza considerare fattori esogeni, quali l'ambiente legale ed in generale il sistema economico, dall'altro perché entrambi i modelli presentano punti di debolezza che possono difatti portare ad un livello di investimenti inefficiente (*underinvestment*), ed in ambo i casi come conseguenza del rischio di comportamenti opportunistici (Grossman, Hart 1986; Williamson 1975, 1985).

Utilizzando un approccio sistematico si possono distinguere gli *outsider system*, caratterizzati da un azionariato disperso, e gli *insider system* dove questo tende ad essere concentrato. Facendo riferimento ai 'sistemi' di *governance* emergono considerazioni simili a quelle formulate per le due teorie dominanti: in tal caso, infatti, emerge il dualismo *insider ed outsider system*.

La scelta migliore sembra quindi quella di non giudicare alcun modello o sistema aprioristicamente ottimale, ma di individuare gli elementi di forza di entrambi, che meglio si applichino alla singola realtà, soprattutto in un contesto in cui dalla ricerca empirica emerge un processo di convergenza dei sistemi, sebbene i segnali non siano univoci¹.

L'esperienza pratica costituisce un terreno dal quale trarre ispirazione per la scrittura di regole efficaci e per contribuire al miglioramento della situazione critica, ancora di più alla luce dei legami che intercorrono fra questa e la ricerca teorica. Se infatti l'evoluzione dei modelli e la teoria della *corporate governance* hanno rapide e dirette implicazioni nel campo pratico, Shleifer e Vishny (1997) notano che «l'oggetto degli studi di *corporate governance* è di enorme importanza pratica», mentre Daily, Dalton e Cannella Jr. (2003) rilevano che «non è mai stato chiaro se sia la pratica a seguire la teoria o viceversa».

Teoria e pratica sono strettamente interconnesse ed in continua evoluzione: se da una parte infatti l'evidenza empirica costituisce la cartina tornasole dell'impostazione teorica di riferimento, confermando o smentendo le ipotesi formulate a monte, dall'altra accade che l'adozione di rimedi efficaci per situazioni problematiche reali possa portare a soluzioni innovative e suscettibili di astrazione ed applicazione a realtà diverse da quella che le ha originate. La rilevanza dell'esperienza pratica è poi ancora da rimarcare, poiché a livello di singola società, la *corporate governance* è intesa come un sistema di controlli in cui si realizza un compromesso fra costi e benefici: si tratta quindi di un *trade-off* specifico, relativo alla singola realtà.

Nel *case study* in esame vengono mostrati, fra l'altro, i vantaggi immediati, ma anche i costi, che il Gruppo Telecom Italia ha conseguito nel 2010 a seguito dell'introduzione nel proprio modello di *governance* di alcune regole considerate *conditio sine qua non* per la realizzazione dell'operazione di acquisizione della partecipazione di maggioranza del Gruppo Telecom Argentina.

Le regole introdotte hanno segnato la fine di un periodo di forti contrasti e dispute giudiziarie, che vedeva contrapposti Telecom Italia da un lato e le *authorities* argentine ed i soci di minoranza (W de Argentina-Inversiones) dall'altro, determinando la rimozione di una serie di severi vincoli e limitazioni posti dalle autorità a tutela delle condizioni di concorrenza nel mercato

¹ Shleifer e Vishny (1997) e Hansmann e Kraakman (2001) rilevano la convergenza fra i sistemi di Germania, Giappone e Stati Uniti; Khanna, Kogan e Palepu (2002) analizzando i recenti sviluppi nei sistemi di 37 Paesi, non hanno trovato evidenza forte né della 'convergenza globale', né della 'convergenza funzionale' rilevando piuttosto un forma di convergenza fra 'coppie di Paesi' caratterizzati da reciproca interdipendenza economica.

argentino delle telecomunicazioni e degli interessi del socio di minoranza, rivolti a colpire non solo le ambizioni di acquisizione da parte di Telecom Italia, ma anche la sola presenza del soggetto italiano negli assetti partecipativi di quello argentino.

Il caso offre un'analisi dettagliata delle vicende societarie del Gruppo Telecom Italia in Argentina, nel tentativo di presentare una lettura che comprendi aspetti giuridici, economici ed organizzativi dell'operazione di acquisizione, col proposito di sottolineare la rilevanza pratica delle regole di *corporate governance* scritte in modo chiaro e finalizzate a risolvere problemi specifici laddove, nel panorama nazionale attuale, rischiano di essere considerate come un peso piuttosto che un'opportunità.

La disamina del caso pratico vuole contribuire al dibattito sulla *corporate governance* da un lato presentando ed approfondendo le principali regole introdotte nel modello di Telecom Italia, *in primis* il 'doppio CdA', che costituiscono novità assoluta nel contesto nazionale, dall'altro rilevando come sia venuto a delinearsi un ruolo fortemente innovativo che può ricoprire nei modelli *corporate governance* un soggetto spesso al centro del dibattito perché a metà fra l'essere soggetto di controllo ed oggetto di tutela: l'azionista di minoranza.

6.2 Il caso

Telecom Argentina fu costituita a seguito della privatizzazione dell'operatore pubblico argentino ENTel (Empresa Nacional de Telecomunicaciones). Il processo di privatizzazione comincia con la *Ley de Reforma del Estado* (23.696) del 1989 che da un lato confermava l'esigenza d'investimenti nei settori pubblici (fra cui quello delle telecomunicazioni), dall'altro autorizzava il Presidente a «modificare lo status legale degli enti statali», portando a termine le privatizzazioni senza ulteriori approvazioni da parte del Congresso². Nello specifico sarà il Decreto 62/90 a istituire un concorso pubblico per la privatizzazione del servizio di telecomunicazioni nazionale, rivolto a consorzi costituiti da soggetti finanziatori ed almeno un operatore industriale di telecomunicazioni.

Il governo argentino stabilisce, al fine di superare il problema legato al monopolio naturale della rete di telecomunicazione, un sistema basato sul

² G. FRAGA, *Argentine Privatization in Retrospect*, in Glade W. (ed.), *Privatization of Public Enterprises in Latin America*, International Center for Economic Growth, Institute of the Americas and Center for U.S.-Mexican Studies, San Francisco 1991.

confronto (c.d. *Yardstick Regulation*³). La scelta fu di suddividere la rete di ENTel in due macroaree: *Zona Norte* (Zona Nord) e *Zona Sur*⁴ (Zona Sud). Ciascuna area avrebbe avuto un'unica società licenziataria esclusiva per la zona stessa (le stesse società che sarebbero state privatizzate): la *Sociedad Licenciataria del Norte* e la *Sociedad Licenciataria del Sur* costituite in forza del Decreto 60 del 5 gennaio 1990. Il vincitore della gara sarebbe divenuto controllante della società licenziataria, quindi avrebbe operato quale gestore esclusivo della relativa zona.

Per salvaguardare la confrontabilità delle due zone, dalla ripartizione venne esclusa l'area della capitale Buenos Aires (troppo rilevante per essere inclusa in una singola zona) che a sua volta viene ripartita in due sezioni (Nord e Sud) assegnate alle citate Zone. Nonostante lo sforzo operato per aumentare il grado di comparabilità, le due zone non potevano dirsi perfettamente confrontabili a causa dell'intrinseca diversità delle rispettive clientele (segmento *business* nel Sud, e generalmente residenziale, ma con alto potere di acquisto, nel Nord).

I vincitori della gara per l'assegnazione delle licenze avrebbero ottenuto l'esclusiva (nell'area di riferimento) per la telefonia base (SBT o *Servicios basicos telefonicos*) per la durata di sette anni, con un'opzione per ulteriori tre anni (in caso di raggiungimento di specifici obiettivi, *metas*, quali l'installazione di telefoni pubblici in aree rurali o svantaggiate, la riduzione del prezzo e del tempo d'installazione e riparazione delle nuove linee).

I vincitori inoltre avrebbero singolarmente controllato le società di telefonia mobile (operative dal 1996): Unifon (telefonia mobile nella Zona Sud) e Personal (telefonia mobile Zona Nord).

I prezzi minimi fissati dal governo sono di 100 mln USD per la *Zona*

³ «La *Yardstick regulation* è un sistema di amministrazione dei prezzi nei settori regolamentati e caratterizzati da situazioni monopolistiche o oligopolistiche. È dunque un meccanismo di adeguamento delle tariffe ad una struttura efficiente dei costi attuata in quei settori in cui, non essendovi situazioni di libera concorrenza, si può misurare l'efficienza del produttore effettuando simulazioni in forma indiretta, con un confronto tra esercizi omogenei gestiti da imprese diverse, sotto il profilo dei prezzi, dei costi e della qualità. Il monitoraggio dei costi, delle tecnologie impiegate, dei livelli qualitativi dei servizi e così via, è effettuato non tanto attraverso indagini mirate all'interno di ciascun soggetto regolato quanto, piuttosto, potenziando i meccanismi di confronto tra le esperienze dei soggetti operanti nello stesso settore, seppure in ambiti geografici diversi, purché paragonabili»: J.J. LAFFONT, J. TIROLE, *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, MIT Press, Cambridge 1993.

⁴ Resta comunque da considerare la mancanza di una previsione immediata, in tale impianto teorico, di una *authority* delle telecomunicazioni indipendente, all'indomani del periodo delle privatizzazioni e la conseguente produzione di un 'vuoto normativo'.

Norte e 114 mln USD per la *Zona Sur*. La gara, per entrambe le aree, viene vinta nel novembre del 1990 dal consorzio facente capo a Telefónica che, non potendo ovviamente operare in ambo le 'zone', opta per divenire il monopolista di quella Sud. L'assegnatario finale della *Zona Norte* è invece, dopo la rinuncia di Bell Atlantic, il terzo consorzio classificato che vede come operatori industriali STET-Telecom Italia e France Telecom. La privatizzazione si avvia a conclusione con la cessione del 60% delle due società risultanti dalla scissione di ENTel ai consorzi vincitori, per una contropartita di 214 mln USD in contanti e 5.028 mln USD in titoli di debito (rispettivamente 2.308 pagati per la *Zona Norte* e 2.720 per la *Zona Sur*).

A seguito della vendita le due società licenziatarie vengono rinominate:

- Telefónica de Argentina S.A. assegnataria della rete meridionale, direttamente partecipata da: Telefónica de España (34%); Citibank (20 %) e Techint (6%);
- Telecom de Argentina S.A. assegnataria della rete settentrionale, partecipata e controllata al 60% da Nortel Inversora S.A., a sua volta partecipata dalle società del consorzio secondo le seguenti proporzioni: STET-Telecom Italia (32,5%); Telecom France (32,5%); JP Morgan (10%); Perez Companc (25%). Poiché partecipante al 32,5% in una società che controlla il 60% del capitale di Telecom Argentina, al termine del processo Telecom Italia controlla il 19,5% del nuovo operatore di telecomunicazioni (avendo pagato 333 mln USD).

Il governo argentino completerà la privatizzazione della vecchia ENTel alla fine del 1991 quotando, tramite IPO, il 30% delle due società nei mercati regolamentati del NYSE e della Bolsa de Comercio de Buenos Aires (dietro un corrispettivo di 838 mln USD per le azioni di Telefónica de Argentina e di 1.227 mln USD per Telecom Argentin) ed offrendo in sottoscrizione il restante 10% ai lavoratori delle società nell'ambito del Programa de Propiedad Participada (PPP).

Nel corso degli anni l'assetto azionario di Telecom Argentina e della controllante Nortel resta stabile: Nortel controlla il 54,74%, rispetto al 60% iniziale (per legge non può scendere sotto il 51%) del capitale di Telecom Argentina ed è a sua volta partecipata dalle società partecipanti al consorzio che vinse la gara di assegnazione al 67,68% (la totalità delle azioni ordinarie con diritto di voto). Tuttavia nel 1999 i soci 'non industriali' di Nortel esprimono la volontà di abbandonare la compagine societaria: J.P. Morgan e Perez Companc cedono le proprie partecipazioni a Telecom Italia e Telecom France. Le due società dunque si dividono

paritariamente il 67,78% del capitale sociale di Nortel pari, si ricorda, alla totalità dei diritti di voto.

Nel 2003 è la volta di Telecom France che decide di cedere la propria quota e uscire da Nortel. Il 9 settembre 2003 viene comunicato a Nortel l'accordo stretto tra France Telecom e W de Argentina-Inversiones S.L. per il quale il Gruppo francese cede il 48% del capitale di Sofora, mantenendo una partecipazione residua del 2%, dietro un corrispettivo di 125 mln di USD. W de Argentina-Inversiones è una società di proprietà di Daniel Werthein, Adrián Werthein, Gerardo Werthein e Darío Werthein. Le attività del gruppo comprendono, in linea generale, quelle agricole, assicurative, finanziarie, immobiliari.

Al fine di agevolare l'uscita dell'operatore francese, Telecom Italia e Telecom France costituiscono una 'società veicolo', Sofora Telecomunicaciones S.A., nella quale conferiscono integralmente le partecipazioni detenute in Nortel. Sofora, controllata al 50% da Telecom Italia, diventa quindi l'azionista di maggioranza e di controllo (67,8% del capitale sociale) di Nortel Inversora S.A. e di conseguenza controllante indiretta di Telecom Argentina e *holding* del Gruppo.

Telecom Italia e W de Argentina sottoscrivono un Patto Parasociale (*Accuerdo de Accionistas*) tramite cui i due soci regoleranno i propri futuri rapporti. Riguardo gli organi decisionali, da una parte il Patto prevedeva una sostanziale spartizione delle nomine fra i due soci, eccetto Telecom Argentina, dove su cinque amministratori (di cui uno indipendente) Telecom Italia avrebbe potuto designarne tre. Prima di ogni Assemblea o Consiglio di Amministrazione si sarebbe inoltre tenuta la riunione di un Direttorio costituito da rappresentanti del Gruppo Telecom Italia (due) e W de Argentina-Inversiones (uno) per definire il modo in cui avrebbero votato i rappresentanti del Gruppo Telecom Italia e W de Argentina-Inversiones nei singoli organi collegiali decisionali. Sebbene le decisioni del Direttorio sarebbero state adottate a maggioranza, W de Argentina-Inversiones avrebbe mantenuto il diritto di veto su importanti questioni, comprendenti, fra l'altro: l'approvazione di eventuali modifiche statutarie, la politica dei dividendi, aumenti o riduzioni del capitale, la vendita, il trasferimento, la concessione, la cessione o qualsiasi altra disposizione di attività o controllate, qualsiasi operazione tra parti correlate superiori all'importo di 5 milioni di dollari.

Il trasferimento del 48% di Sofora da Telecom France a W de Argentina-Inversiones coincide soprattutto con la definizione fra le Parti di tre opzioni *call*, aventi come sottostante azioni di Sofora, di cui due scritte in favore di Telecom Italia, una di W de Argentina.

In particolare W de Argentina-Inversiones SL acquista una *call* scritta sul 2% di Sofora di proprietà di France Telecom. L'esercizio dell'opzione è avvenuto il primo febbraio 2008 ed il 17 aprile 2009, ottenuta l'autorizzazione della SECOM⁵, Sofora provvede a registrare il trasferimento azionario: Telecom France, cedendo il residuo 2%, è definitivamente uscita dall'azionariato di Sofora mentre il partner locale ha raggiunto una partecipazione paritaria rispetto a quella di Telecom Italia: il 50%.

Telecom Italia acquista per una contropartita complessiva di 60 mln USD due *call*: la prima scritta sul 48% del capitale di Sofora, di proprietà del gruppo Werthein, esercitabile dal 31 dicembre 2008; la seconda scritta sul 2% del capitale di Sofora, esercitabile fra il 31 dicembre 2008 ed il 31 dicembre 2013. Le autorità argentine dimostrano subito un alto livello di attenzione rispetto ai contratti di opzione scritti in favore del Gruppo italiano. Infatti, a differenza dell'opzione acquistata ed esercitata da Werthein, quelle scritte in favore di Telecom Italia sono soggette alla preventiva autorizzazione all'esercizio da parte della SECOM (secondo la Nota N° 1004/08, datata 26 giugno 2008).

Il 30 dicembre del 2008 Telecom Italia sollecita presso la SECOM l'autorizzazione per valersi del diritto di esercizio dell'opzione. La risposta dell'Organismo di Vigilanza, arrivata già nel gennaio del 2009, consiste in un assoluto divieto: da questo momento si instaura una situazione di forte conflitto che vede in posizione avversa da un lato Telecom Italia, dall'altro il Gruppo Werthein e gli organismi di regolamentazione e antitrust argentini.

Il fondamento comune delle azioni, sia degli organismi regolamentari che del socio paritario di Sofora, è la c.d. *Operación Telco* ovvero l'operazione a seguito della quale, nel 2007, gli assetti societari di Telecom Italia hanno subito un radicale cambiamento ed un avvicendamento nel controllo, determinando l'ingresso nella compagine azionaria del Gruppo italiano del socio industriale Telefónica. Il Gruppo spagnolo è, si ricorda, presente nel mercato argentino con la controllata diretta Telefónica de Argentina, diretto *competitor* di Telecom Argentina.

Nello specifico il 25 ottobre del 2007 un consorzio formato da Assicurazioni Generali SpA, Intesa Sanpaolo SpA Mediobanca SpA,

⁵ La Secretaría de Comunicaciones (SECOM) è l'Organismo di Vigilanza argentino per il settore delle telecomunicazioni. Non gode del carattere di indipendenza dal potere politico poiché dipende dal Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios. La SECOM svolge il compito di garantire il rispetto del sistema normativo e l'applicazione dei regolamenti di settore, approvando altresì il quadro delle bande di frequenza dello Spettro Radioelettrico ed assistendo il Ministero nelle questioni relative alle tariffe applicate dalla società.

Sintonia S.A. (Gruppo Benetton), e Telefónica S.A. ha acquisito la totalità del capitale di Olimpia SpA, *holding* del Gruppo Telecom Italia, tramite la controllata Telco SpA. All'indomani dell'operazione Telefónica è presente tanto nell'azionariato di Telco (controllante di Telecom Italia, a sua volta partecipante del Gruppo Telecom Argentina) che in quello di Telefónica de Argentina.

Se dal punto di vista delle Autorità regolamentari la *Operación Telco* rappresenta un fenomeno di concentrazione economica, da quello del Gruppo Wertheim si profila un conflitto di interesse in capo agli amministratori del Gruppo Telecom Argentina designati da Telecom Italia. La situazione si aggrava con l'avvicinarsi della finestra temporale entro la quale Telecom ha il diritto di esercitare le due *call options*: incrementando la propria partecipazione in Sofora grazie ai due contratti di opzione, infatti, Telecom supererebbe la soglia del 50% del capitale sociale, diventando la controllante del Gruppo Telecom Argentina e mettendo, sotto questo punto di vista, ancor più a repentaglio la libera concorrenza del mercato delle telecomunicazioni argentino.

Sebbene i due amministratori (su quindici totali) di Telecom Italia espressione di Telefónica (Dott.ri Cesar Alierta Izuel e Julio Linares Lopez) avessero confermato formalmente l'impegno, già contenuto nel patto parasociale di Telco (Art. 5 nella versione del 2007), a non partecipare o votare nelle riunioni del CdA aventi ad oggetto proposte o materie relative alle attività di Telecom Italia e delle sue partecipate nel mercato argentino, il Gruppo Wertheim e gli organismi regolatori ed antitrust argentini finiscono comunque per presumere l'esistenza del conflitto di interessi in capo alle società del Gruppo Telecom Italia ed il rischio di effetti distorsivi della concorrenza nel mercato argentino.

Per quanto riguarda segnatamente i contenziosi col partner locale, il Gruppo Wertheim ha adito procedimenti giudiziari e non contro Telecom Italia finalizzati principalmente ad ottenere la nullità dei contratti di *call option* stipulati nel 2003, grazie ai quali Telecom Italia avrebbe potuto assicurarsi il 50% del capitale sociale di Sofora, ad uno *strike price* vantaggioso⁶. Il socio di Telecom Italia in Sofora richiede al Tribunale

⁶ Sebbene i dettagli economici dei tre contratti non siano stati diffusi, il 2 gennaio 2009, primo giorno utile per l'esercizio dell'opzione, il 50% di Sofora Telecomunicaciones valeva (a valori di mercato) 321,7 mln USD (attraverso la catena di partecipazioni di Nortel Inversora fino alla quotata Telecom Argentina). L'opzione comprata da Telecom Italia stabiliva un meccanismo di fissazione del prezzo d'esercizio che comportava: da un lato che il 60% del prezzo d'esercizio si basasse sul costo storico della partecipazione di W de Argentina in Sofora (125 mln di USD pagati a Telecom France); dall'altro che il

Commerciale di Buenos Aires la dichiarazione di nullità del contratto di opzione e l'accertamento di un asserito permanente conflitto d'interesse, in capo a Telecom Italia e ai consiglieri eletti su sua indicazione, derivante da una posizione di controllo di fatto assunta da Telefónica S.A. nel gruppo Telecom Italia a seguito dell'*Operación Telco*.

In merito a tali istanze in data 15 aprile 2009 e 31 agosto 2009 rispettivamente il Tribunale Amministrativo d'appello di Buenos Aires e quello di primo grado notificano a Telecom Italia due pesanti provvedimenti cautelari emessi *inaudita altera parte* che, fra l'altro, prevedevano:

- la sospensione dell'esercizio dei diritti derivanti dall'opzione *call*;
- la sospensione dell'eventuale realizzazione di qualunque atto dispositivo di tale contratto (in particolare la sua cessione a terzi), fino alla definitiva pronuncia della SECOM sull'*Operación Telco* ovvero fino alla sentenza definitiva nel giudizio di merito che *Los W* avrebbero dovuto promuovere;
- il mantenimento della situazione giuridica esistente prima dell'*Operazione Telco*;
- la sospensione dall'esercizio delle proprie funzioni dei membri degli organi di amministrazione delle società del Gruppo Telecom Argentina eletti su indicazione di Telecom Italia i quali non dovevano neanche essere computati ai fini della costituzione del quorum negli organi societari del Gruppo Telecom Argentina.

Telecom Italia ricorrendo riuscirà ad ottenere dalla Corte d'Appello Civile e Commerciale la sospensione in via cautelare di una serie di riunioni degli organi sociali delle società del Gruppo Telecom Argentina di cui alcune convocate (illegittimamente) da *Los W* ma, alla luce delle misure cautelari, i libri sociali di Nortel Inversora e delle società del Gruppo Telecom Argentina vengono affidati in custodia ai vice presidenti delle rispettive società.

Gli Organismi di regolamentazione riconoscono nell'*Operación Telco* un fenomeno di concentrazione economica ed agiscono di conseguenza.

In particolare il 26 giugno 2008 la SECOM notifica a Telecom Italia un provvedimento (Nota n. 1004/08) con cui dispone che la società debba richiedere previa autorizzazione in caso di sottoscrizione di qualunque contratto o compimento di qualunque atto che abbia l'effetto di:

40% restante fosse riferito al valore di mercato, al momento dell'esercizio dell'opzione. In base a quanto detto Telecom Italia avrebbe pagato il 50% di Sofora (per un valore di 321,7 mln di USD) ad uno *strike price* di 203,7 mln USD. Questo avrebbe determinato per il Gruppo Wertheim, indipendentemente dal premio per il controllo, una perdita di 118 mln USD.

- incrementare la partecipazione azionaria, diretta o indiretta, nelle società del Gruppo Telecom Argentina;
- disporre dei diritti di Telecom Italia sulle azioni di Sofora (contratti di opzione *in primis*);
- compiere atti di disposizione degli stessi diritti a favore di terzi, con effetti distorsivi della concorrenza nel mercato argentino delle telecomunicazioni.

Anche la CNDC⁷ (Autorità Antitrust argentina) notifica a Telecom Italia diverse Risoluzioni con cui, alla luce dell'*Operación Telco*:

- proibisce al Gruppo italiano il compimento di atti connessi all'esercizio ovvero volto al trasferimento delle *call option*, sino a pronuncia della CNDC in merito alle stesse⁸;
- impone alle parti dell'*Operación Telco* l'obbligo di notifica della medesima operazione;
- vieta a Telecom Italia, ai suoi consiglieri, funzionari e rappresentanti, azionisti diretti e indiretti, consiglieri e sindaci eletti su indicazione di Telecom Italia nelle società del Gruppo Telecom Argentina di adottare decisioni o impartire istruzioni che avrebbero comportato l'esercizio di *derechos políticos*⁹.

Il 25 agosto 2009 la Secretaria de Comercio Interior (SCI), organo del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, subordina l'approvazione dell'*Operación Telco* alla cessione integrale della partecipazione detenuta da Telecom Italia in Sofora, con riferimento a tutti gli interessi economici (ivi incluse le *call option*). La SCI inoltre autorizza la CNDC a stabilire entro 60 giorni i termini e le modalità del processo di disinvestimento (il cui termine massimo è fissato a un anno) e richiede entro lo stesso termine al medesimo organismo antitrust di esprimersi circa la sussistenza dei presupposti per l'irrogazione di sanzioni per la notifica, giudicata tardiva, della concentrazione presumibilmente realizzatasi attraverso l'*Operación Telco*¹⁰.

Telecom Italia impugna tutti i provvedimenti presso i Tribunali competenti, ottenendo anche la sospensione cautelativa della celebrazione delle assemblee dei soci di Nortel e Telecom Argentina, ma ciò non impedisce alla SCI di applicare sanzioni economiche alle parti coinvolte nell'*Operazione Telco*, per mancata e tempestiva notifica dell'operazione all'Antitrust argentina, oltre a determinare il calendario per la procedura

⁷ Comisión Nacional de Defensa de la Competencia.

⁸ Risoluzione n. 123/08 notificata il 6 gennaio 2009.

⁹ Risoluzione n. 44/09 notificata il 3 aprile 2009.

¹⁰ Risoluzione n. 483/09.

di dismissione della partecipazione di Telecom Italia in Sofora¹¹.

Il 22 febbraio 2010, nonostante i giudizi in corso, il Ministero argentino dell'Economia e Finanza Pubblica ha emesso la Risoluzione n. 82/2010 con cui ha conferito incarico alla Secretaria de Política Económica (SPE), organo subordinato, di adottare tutte le misure necessarie nell'ambito del procedimento antitrust. La SPE provvede a sua volta a conferire mandato alla CNDC.

Infine, per quanto riguarda il mercato dei capitali statunitense, la SEC, United States Securities and Exchange Commission, ha richiesto a Telecom Italia di fornire su base volontaria documenti relativi alla possibile cessione a terzi della partecipazione detenuta nel Gruppo Telecom Argentina.

6.2.1 La soluzione dei contenziosi

Il 5 agosto 2010 nel corso di una *conference call* l'Amministratore delegato di Telecom Italia, Dr. Franco Bernabè, dichiara che «l'accordo che Telecom Italia ha raggiunto in Argentina con la famiglia Werthein risolve tutte le incertezze [...] tutti i conflitti, i contenziosi [...] che circondavano la nostra presenza nel Paese»¹². In particolare i due soci di Sofora convengono di:

1. effettuare un accordo transattivo finalizzato alla cessazione delle cause giudiziarie in essere, avviate a seguito dell'Operación Telco;
2. realizzare, ottenute le dovute autorizzazioni, il trasferimento da parte di W de Argentina-Inversiones dell'8% del capitale sociale di Sofora in favore di Telecom Italia che, da parte sua, avrebbe rinunciato all'esercizio delle due opzioni *call* sul 50% del capitale di Sofora (*Operacion TI-W*);
3. modificare l'*Acuerdo de Accionistas* (il patto parasociale di Sofora) del 17 dicembre 2003 al fine di garantire una *governance* più efficiente delle società del Gruppo Telecom Argentina.

Il 6 ottobre 2010 vengono sottoposti all'attenzione della CNDC due impegni (*Compromisos*) fra loro strettamente relazionati, in particolare:

1. Telefónica S.A. (de España), Assicurazioni Generali, Intesa Sanpaolo, Mediobanca, Telco e, come intervenienti, Telecom Italia, Telecom Italia International, Sofora, Nortel, Telecom Argentina, Personal, Telefónica de Argentina e Telefónica Mviles de Argentina hanno presentato il *Compromiso Telco*. L'accordo ha

¹¹ Risoluzioni 2/2010 e 3/2010.

¹² Archivio Notizie Radiocor, giovedì 5 agosto 2010, *Telecom: Bernabè, accordo risolve incertezze e conflitti*.

come obiettivo l'ottenimento dell'autorizzazione dell'*Operación Telco*, ed è finalizzato ad assicurare la separazione e l'indipendenza delle attività nel mercato delle telecomunicazioni argentino svolte da Telefónica de Argentina (e sue controllate) da un lato, e Telecom Italia (e sue controllate) dall'altro;

2. gli azionisti di Sofora hanno presentato il *Compromiso TI-W* con l'obiettivo di ottenere l'autorizzazione all'*Operación TI-W*, relativa all'assunzione del controllo di Sofora da parte di Telecom Italia. Tramite il compromesso le parti hanno assunto una serie di obbligazioni riguardanti l'amministrazione e *governance* del Gruppo Telecom Argentina.

Il 13 ottobre 2010 la SPE, ricevuto parere favorevole dalla CNDC¹³ emette la Risoluzione n. 148/10 dove accetta il *Compromiso Telco*, ma subordina l'autorizzazione dell'*Operación Telco* al «compimento irrevocabile ed efficace del compromesso, e all'osservanza dei chiarimenti e le precisazioni fornite dalla CNDC». Sempre nello stesso giorno la SECOM emette la Risoluzione n. 136/10 che autorizza il cambio del controllo azionario in Telecom Argentina, quale conseguenza dell'*Operación TI-W* ed avviene dunque il trasferimento azionario dell'8% delle azioni di Sofora in favore di Telecom Italia, dietro il pagamento simbolico di 1 USD. In questo modo Telecom Italia raggiunge il 58% del capitale sociale (e votante) di Sofora, avendo:

1. rinunciato all'esercizio delle *call option*;
2. stretto un *Nuevo Acuerdo de Accionista* con i Wertheim;
3. assunto l'obbligo di dare esecuzione ai due accordi *Compromiso Telco* e *Compromiso TI-W*.

Per quanto attiene agli aspetti economici della rinuncia ai diritti di opzione, la Relazione Finanziaria Annuale Gruppo Telecom Italia 2010 specifica che: «la valorizzazione della quota acquisita (l'8% di Sofora) è pari a 130 mln di euro e corrisponde al *fair value* delle opzioni cui il Gruppo Telecom Italia ha rinunciato [...] tale valorizzazione include anche il premio di controllo». Il *Nuevo Acuerdo de Accionistas* introduce nuove regole nella *governance* delle società del Gruppo Telecom Argentina, in parte previste nel *Compromiso TI-W*, di cui le più significative sono:

1. il diritto di Telecom Italia di nominare la maggioranza degli amministratori in tutte le società lungo la catena del controllo. In relazione a Telecom Argentina: dei sei amministratori nominati da Nortel quattro vengono designati da Telecom Italia e due da W de Argentina;

¹³ *Dictámenes* nn. 835 e 836 del 12 ottobre 2010.

2. il diritto di W de Argentina di nominare il Presidente del Comitato *Audit* di Telecom Argentina;
3. la previsione dei requisiti professionali e d'indipendenza cui dovrà rispondere il Presidente del CdA di Telecom Argentina (fra i quali spicca il divieto di aver coperto incarichi direttivi presso un *competitor* diretto o indiretto nei dodici mesi precedenti alla nomina).

Il nuovo Patto introduce inoltre, al livello della controllata Telecom Argentina, un Comitato il cui compito è verificare il rispetto delle patteggiamenti all'interno del gruppo (Comité de Cumplimiento Regulatorio) costituito da membri dei CdA della società e delle sue controllate che non siano stati designati da Telecom Italia né singolarmente né congiuntamente con W de Argentina.

Il *Compromiso Telco* è l'impegno assunto dalle società del Gruppo Telecom Italia e Telefónica contenente l'insieme degli obblighi giuridici in forza dei quali l'*Operación Telco* non costituisce un fenomeno di concentrazione economica, garantendo le condizioni di concorrenza nel mercato tramite l'introduzione di una serie di meccanismi di condizionamento della *corporate governance* nelle società, anche solo potenzialmente interessate. L'oggetto dell'impegno è l'assicurazione della separazione e indipendenza fra le attività svolte nel mercato argentino, rispettivamente da Telefónica e sue controllate e dal Gruppo Telecom Italia e Telecom Argentina, prevedendo l'inserimento di talune clausole del *Compromiso* nel patto parasociale Telco e nello Statuto della società.

I suddetti meccanismi, per semplicità di esposizione, possono idealmente essere ripartiti in:

1. un sistema di regole disciplinanti sia il funzionamento e la composizione degli organi decisionali che i comportamenti del *management* delle singole società;
2. un sistema dei controlli finalizzato a garantire il rispetto delle suddette regole;
3. un sistema sanzionatorio/punitivo attivabile in caso di violazioni.

Il sistema di regole posto dal *Compromiso* contiene sia i precetti cui devono attenersi Telecom Italia e Telefónica, quale azionista di Telco, per quel che riguarda le decisioni sulle attività svolte nel mercato argentino, che la regolamentazione dei rapporti a livello locale fra le controllate argentine dei due Gruppi e, lungo la catena di controllo, fra le controllate e le rispettive controllanti.

Per quanto riguarda le regole rivolte alle controllanti Telecom Italia e Telefónica, il *Compromiso* prevede:

1. il divieto a Telefónica di partecipare (sia a livello formale sia informale),

votare o porre veti nell'ambito di ogni organo sociale di Telco e delle sue controllate o partecipate (ivi inclusa, dunque, Telecom Italia). Il divieto è circoscritto a «qualunque questione relativa alle attività svolte dalle società nel mercato argentino». Nel precetto rientrano le assemblee dei soci, le riunioni dei Consigli di Amministrazione e degli Organi di Vigilanza e Dirigenza a qualunque livello dell'organizzazione societaria sia per tramite dei rappresentanti legali che di qualunque funzionario (clausola 2.1);

2. che Telco presenti (clausola 2.19) alla CNDC le dichiarazioni giurate concernenti l'impegno di amministratori, membri di organi decisionali e di controllo, dirigenti, funzionari di Telco o Telecom Italia designati da Telefónica, a non partecipare in alcun modo a decisioni relazionate alle attività svolte nel mercato argentino;
3. che gli amministratori di Telecom Italia designati da Telefónica si obblighino (clausola 2.26) a non richiedere accesso a informazioni confidenziali sensibili o strategiche relazionate alle attività nel mercato argentino così come a non rivelare a Telecom Italia le informazioni del Gruppo Telefónica inerenti al medesimo mercato;
4. l'obbligo formale (clausola 2.7) riguardante la convocazione dell'organo decisionale delle società del Gruppo Telecom. Nella clausola si prevede che, per le riunioni del CdA di Telco, Telecom Italia e Telecom Italia International, debba essere redatto un doppio ordine del giorno: uno valido per la riunione alla quale ai membri designati da Telefónica è consentito partecipare; un secondo valido per le riunioni nelle quali non gli è consentito (quelle concernenti le questioni riferite alle attività nel mercato argentino).

Per quanto riguarda la regolamentazione dei rapporti a livello locale e lungo la catena di controllo il *Compromiso* prevede:

- il divieto che Telefónica designi alcun membro del CdA, *manager* o componente dell'Organo di Vigilanza delle società, controllate da Telecom Italia, che realizzano attività nel mercato argentino (la clausola 2.2);
- l'ineleggibilità (clausola 2.21 e 2.22) degli amministratori di società controllate da Telecom Italia, che esercitino attività nel mercato argentino, alla carica di amministratore di qualunque società argentina controllata da Telefónica e viceversa. La prescrizione è, inoltre, rivolta a chiunque nei trentasei mesi precedenti all'elezione abbia ricoperto il suddetto ruolo in una società appartenente all'altro Gruppo;
- che le controllate di Telefónica e quelle di Telecom Italia non pos-

sano stipulare contratti che abbiano l'effetto di realizzare attività nel mercato argentino (clausola 2.3). L'unica eccezione riguarda i contratti riguardanti temi operativi consuetudinari. Tali contratti, tuttavia, oltre ad essere oggetto di obbligo d'informativa verso la CNDC (clausola 2.20), non potranno in alcun modo porre condizioni favorevoli o privilegiate;

- che la CNDC s'impegni a fornire un corso di aggiornamento per amministratori e alto *management* riguardante il campo di applicazione dell'accordo e la normativa antitrust (clausola 2.3) e che il gruppo Telefónica de Argentina e Telecom Argentina forniscano ai consumatori finali informazioni sui termini del *Compromiso* (disponibili presso il sito web <<http://www.telecom.com.ar/com-promisos/>> [ultimo accesso 27.01.2016]).

Il *Compromiso* Telco ai fini del controllo *ex ante* ed *ex post* prevede:

1. che Telco, Telecom Italia e le sue controllate argentine (clausola 2.11, 2.12, 2.16), Telefónica e le sue controllate (clausola 2.15) che svolgano attività in argentina inviino alla CNDC copia dell'ordine del giorno, e successivamente un estratto degli atti per quanto riguarda le attività svolte nel mercato argentino almeno tre giorni prima della data delle riunioni del CdA e di ogni altro organo con funzioni simili;
2. che le controllate in argentina dei due Gruppi inviino alla CNDC un report certificato con informazioni inerenti ad aspetti come la quota di mercato, nuovi comuni (*municipios*) raggiunti, i costi pubblicitari, ecc. (clausola 2.27);
3. che la CNDC abbia il potere di realizzare procedimenti di controllo sia presso Telefónica de Argentina che presso Telecom Argentina per verificare l'osservanza del *Compromiso*. È inoltre previsto in capo alle due società un obbligo di collaborazione con la CNDC (clausola 3.1).

Per quanto attinente agli aspetti sanzionatori del *Compromiso*: la clausola 5.1 a contenuto specifico prevede che, in caso di inadempimento 'grave' delle obbligazioni che conformemente alla legislazione e giurisprudenza argentina possa considerarsi lesivo della concorrenza, la società (o 'le' società) che ha violato il *Compromiso* possa essere soggetta al pagamento di una penale giornaliera di 100 ARS fino al raggiungimento di un massimo, cumulativo, di 1 mln di ARS.

Qualora il danno causato dalla violazione sia stimabile in una somma che, raddoppiata, sia maggiore di un milione di ARS, la sanzione erogata sarà pari al doppio del danno stesso, senza pregiudizio per l'applicazione di altre sanzioni, o per il riconoscimento di responsabilità civili, amministrative

e penali. La stessa clausola prevede poi che nel caso in cui l'inadempimento sia imputabile ad un singolo funzionario, e al tempo stesso sia esito di un'azione effettuata con intenzionalità, la società debba provvedere a rimuoverlo dalla funzione in esercizio della quale ha effettuato l'inadempimento, una volta che la sanzione sia 'stabile' (non più impugnabile).

La clausola 5.3, a contenuto generale, definisce le conseguenze di un inadempimento, formale o sostanziale, indipendentemente dalla sua gravità. Infatti l'inosservanza dei precetti del *Compromiso* che sia «chiaramente lesiva della concorrenza» conferisce all'autorità il potere di intimare alla parte inadempiente di cessare l'inadempimento e di rimediare, per quanto possibile, alle conseguenze lesive entro un periodo di tempo determinato (non inferiore a 15 giorni). In capo alla parte inadempiente sorge quindi l'onere di provare l'avvenuta cessazione del comportamento lesivo ed i rimedi adottati. Nel caso in cui la società ignorasse l'intimazione dell'autorità, la stessa valuterà la situazione riservandosi la facoltà di procedere all'emissione di una risoluzione sanzionatoria che potrà contenere gli ulteriori rimedi previsti dalla legislazione argentina vigente, ivi inclusa l'imposizione dell'obbligo di vendita e delle altre sanzioni e rimedi finalizzati a preservare la concorrenza.

Il *Compromiso* fra Telecom Italia e *Los W* (*Compromiso TI-W*) è l'impegno assunto dai due soci di Sofora al fine di ottenere dalle autorità preposte l'autorizzazione della c.d. *Operacion TI-W* che, realizzando il trasferimento dell'8% del capitale della società da W de Argentina a Telecom Italia, comporta altresì l'assunzione del controllo del Gruppo Telecom Argentina da parte di Telecom Italia.

L'oggetto del compromesso consiste nell'insieme delle obbligazioni assunte dalle parti riguardo l'amministrazione e la *governance* del Gruppo per 'mitigare quegli effetti nocivi e/o lesivi' che dall'operazione potrebbero scaturire.

Poiché l'approvazione dell'*Operacion TI-W* si inquadra nel più ampio ambito dell'approvazione dell'*Operación Telco*, si nota come talune misure contenute nel *Compromiso TI-W* integrino (e a volte ribadiscano¹⁴) quelle del *Compromiso Telco*, siano per loro natura finalizzate alla tutela dell'interesse al mantenimento delle condizioni concorrenziali nel mercato argentino delle telecomunicazioni, oltre che essere volte alla difesa degli interessi della minoranza azionaria.

¹⁴ Si segnala, ad esempio, come vengano reiterati i divieti di comunicazione di informazioni fra Telefonica de Argentina e Telecom Argentina, disponendo però anche che le limitazioni vengano incluse nei codici di condotta di Telecom Argentina e Personal definendo l'inosservanza di tale regola come 'errore grave' e prefigurando in pratica una possibile responsabilità in capo ad ogni membro dell'organizzazione aziendale.

Nella prima clausola il *Compromiso* pone l'obbligo di modifica dello statuto di Sofora al fine di escludere la possibilità che un amministratore di una controllata di Telefónica in Argentina (o lo è stato nel corso dei 36 mesi precedenti) possa essere nominato amministratore della società.

Nelle clausole successive vengono ridefinite e potenziate le funzioni di controllo del CdA di Telecom Argentina. In particolare si prevede che:

1. i piani di *marketing* delle *business unit* di Telecom Argentina e Personal e le offerte presentate nell'ambito della partecipazione a gare pubbliche, per importi superiori a 5 mln ARS, debbano essere subordinate all'approvazione del CdA di Telecom Argentina per verificare che non violino la *Ley de Defensa de la Competencia*;
2. ai fini della verifica del rispetto della normativa antitrust, il CdA abbia il compito di verificare trimestralmente le offerte commerciali lanciate da Telecom Argentina e Personal nei tre mesi precedenti;
3. il CdA debba approvare la nomina del responsabile dell'area *marketing* di Telecom Argentina e Personal, verificando che il designato non sia stato amministratore o comunque funzionario di una controllata di Telefónica in Argentina. Il *Compromiso* prevede, inoltre, che nel caso in cui non sia possibile adottare una decisione riguardo tale approvazione e contemporaneamente due amministratori ritengano che sussistano elementi di violazione della *Ley de Defensa de la Competencia*, detti amministratori abbiano l'obbligo di informare la CNDC di tale circostanza.

Il *Compromiso* definisce poi le caratteristiche, le funzioni e le regole che disciplineranno le attività svolte dal nuovo Comité de Cumplimiento Regulatorio. Il nuovo organo si pone a tutela del rispetto dei vincoli posti dai due *Compromisos*, ricoprendo in tal senso funzioni di monitoraggio e riportando le proprie valutazioni in merito alle attività svolte sia al CdA di Telecom Argentina (di cui è articolazione) sia alla CNDC ponendosi, dunque, in una relazione 'diretta' con l'autorità antitrust. La rilevanza 'pubblica' del Comitato è sottolineata dal fatto che la sua durata temporale è limitata alla condizione della contemporanea sussistenza di un interesse di Telefónica in Telecom Italia e della presenza del Gruppo spagnolo in Argentina tramite le sue controllate.

Il Comitato deve essere composto da 3 membri selezionati dal CdA di Telecom Argentina (la sussistenza della carica di amministratore è *conditio sine qua non*) che non siano stati designati da Telecom Italia né singolarmente né congiuntamente con W de Argentina e, per ragioni fondate, potrà richiedere ai CdA di Telecom Argentina e Personal di avvalersi di consulenti professionisti nei limiti del *budget* assegnatogli. Nello svolgimento

delle proprie funzioni il Comitato ha il potere di chiedere informazioni ad amministratori, direttori generali, *manager* e *auditor* esterni e deve godere di indipendenza e autonomia (esercitando le proprie attribuzioni in modo da non turbare il normale funzionamento delle società), mentre il Presidente ha il potere di assistere alle riunioni degli organi direttivi.

I compiti principali del Comitato consistono: nello svolgere funzione di *audit* sull'applicazione dei requisiti dei *Compromisos* in Telecom Argentina e Telecom Personal, informando direttamente i Presidenti delle due società degli esiti di tale attività; nel valutare ed approvare ogni accordo dovesse intercorrere fra società del Gruppo Telefónica e del Gruppo Telecom Argentina. L'eventuale disapprovazione di un contratto dovrà essere motivata e il Comitato sarà tenuto ad indicare quali modifiche concrete debbano introdursi ai fini dell'approvazione.

Terminata la fase istruttoria, il Comitato adotta le proprie risoluzioni col voto favorevole della maggioranza dei suoi membri. Le risoluzioni vengono presentate al CdA di Telecom Argentina e Personal con cadenza trimestrale (o più frequentemente se le circostanze lo richiedono).

Per quanto riguarda il rapporto che lega il Comité alla CNDC, questo consiste essenzialmente nel redigere informative annuali sul rispetto dei requisiti posti dai *Compromisos*. Tali *report* devono comunque essere presentati ai CdA di Telecom Argentina e Personal con dieci giorni di anticipo alla presentazione all'autorità. L'aspetto maggiormente innovativo consiste nel fatto che il ruolo di 'controllore', risultante dal nuovo patto parasociale e dai *Compromisos* sottoscritti dalle parti, nonché accettati dalle *authorities*, sia riconosciuto a *Los W* non solo a tutela del proprio interesse di socio minoritario, ma anche del (più alto) interesse nazionale alla difesa della concorrenza nel mercato delle telecomunicazioni argentino.

6.2.2 *Il recepimento delle nuove regole nel modello di Telecom Italia*

Per quanto riguarda il recepimento delle nuove regole di *corporate governance* nel sistema del Gruppo Telecom Italia a seguito del *Compromiso Telco* è bene preliminarmente notare come esse non siano andate a collocarsi in un contesto assolutamente estraneo a ogni forma di previsione volta a garantire la separazione dei due Gruppi.

Già la prima versione (2007) del Patto Parasociale Telco prevedeva che «il gruppo Telecom Italia e il gruppo Telefónica saranno gestiti in maniera autonoma ed indipendente. [...] I consiglieri designati da Telefónica in Telco, Olimpia e Telecom Italia riceveranno istruzioni da Telefónica di non partecipare, né votare nelle adunanze del Consiglio di Amministrazione

(e Telefónica, per quanto applicabile, non parteciperà, né voterà a ciascuna assemblea degli azionisti di Telco) [...] nelle quali vengano discusse e proposte deliberazioni riguardanti le politiche, la gestione e l'operatività di società, direttamente o indirettamente, controllate da Telecom Italia che svolgano i propri servizi in Paesi in cui siano in vigore limitazioni o restrizioni, legali o regolamentari, all'esercizio dei diritti di voto da parte di Telefónica (quale indiretto e finale azionista di tali società)»¹⁵.

Sebbene l'impegno assunto, quantunque inserito nelle clausole del Patto, non sia stato considerato sufficiente dalla CNDC esso ha, comunque, il pregio di dimostrare la capacità di individuazione di potenziali rischi e di previsione in merito a quelli che sarebbero stati i temi centrali del *Compromiso*. Per raggiungere l'obiettivo della piena concorrenza delle controllate operanti nel mercato argentino si è proposto per una 'separazione verticale' scendendo lungo la catena di controllo verso le partecipate locali vietando agli amministratori delle stesse di avere rapporti con Telefónica. Le autorità antitrust e regolamentari argentine, organismi di *corporate governance* esterni all'impresa, hanno dunque esplicato un forte effetto sulla *governance* del Gruppo Telecom Italia, coinvolgendo non i soli CdA, ma altresì i singoli amministratori, gli organi decisionali (ed i rispettivi componenti) con funzioni simili e l'Assemblea dei soci di tutte le società della catena di controllo. I principi contenuti nel *Compromiso Telco* hanno valenza effettiva nel momento in cui siano tradotti in regole di *corporate governance* 'vive' all'interno del sistema del Gruppo Telecom Italia. Questa finalità viene, anzitutto, perseguita direttamente dal *Compromiso* che prevede l'obbligo di inserire alcune clausole dell'accordo stesso direttamente all'interno dello Statuto e del Patto Parasociale Telco al fine di aumentarne la cogenza e conferire alle regole rilevanza anche nell'Ordinamento Giuridico italiano (e.g. clausole da 2.1 a 2.8 esclusa 2.3 inerenti soprattutto alle regole organizzative dei CdA di Telco e Telecom Italia)¹⁶.

Lo Statuto di Telco è stato modificato al fine di prevedere:

1. che Telefónica, per la durata delle limitazioni, non abbia diritto di voto e non partecipi alle assemblee con riferimento a qualunque materia riguardante le attività svolte nel mercato argentino;
2. che gli amministratori tratti dalla lista presentata da Telefónica non abbiano diritto di voto e non partecipino alle assemblee con riferimento alle suddette materie;
3. che siano predisposti due ordini del giorno separati del CdA di Telco

¹⁵ Art. 5, rubricato *Altre disposizioni del Patto relative a TI e TE*.

¹⁶ Effettivamente l'inserimento di dette clausole è stato realizzato grazie al IV Accordo Itengrativo del Patto Parasociale Telco, del 10 dicembre 2010.

- qualora vengano trattate le materie inerenti al mercato argentino e che gli amministratori designati da Telefónica possano partecipare solo alla riunione in cui tali materie non vengano trattate;
4. che Telefónica non possa nominare in Telco e in Telecom Italia soggetti che siano anche amministratori o dipendenti delle sue controllate argentine.

Il Patto Parasociale Telco viene integrato dall'art. 4.4 che allo stesso modo riprende principi ed obblighi contenuti nell'impegno assunto di fronte alla CNDC. Inoltre, affinché i principi e obblighi del *Compromiso* introdotti nel Patto diventassero vere e proprie regole operative individuate, e quindi sottoposte ad un controllo sul loro effettivo rispetto, è stato necessario per il CdA di Telecom Italia adottare già nel novembre 2010 una procedura nella quale venissero esplicitate le regole organizzative e comportamentali da applicarsi e verificarsi con riguardo alla loro effettiva osservanza: la Procedura CNDC. La procedura riprende le nuove regole introdotte nel patto, ma le declina puntualmente rispetto alle singole società del Gruppo Telecom che svolgono attività nel mercato argentino delle telecomunicazioni.

È bene considerare che potenziali ulteriori effetti rispetto a quelli espressamente previsti dal *Compromiso* potrebbero verificarsi sulla *governance* di Telecom Italia a causa delle previsioni, incluse nel Patto Parasociale, operate dai soci di Telco. Il riferimento è, quindi, alle clausole preesistenti con le quali i soci hanno inteso tutelarsi di fronte a problematiche che potrebbero verificarsi anche come conseguenza dell'inosservanza dei precetti del *Compromiso*. A tale riguardo il Patto prevede che:

1. seppure le decisioni manageriali e strategiche dei Gruppi Telecom e Telefónica debbano essere indipendenti e assunte autonomamente, ciò non toglie che l'investimento di Telefónica in Telco abbia una visione strategica e dunque eventuali iniziative strategiche congiunte del *management* dei due Gruppi (pur nella loro autonomia e indipendenza) debbano essere viste favorevolmente (art. 4);
2. qualora l'operazione di cui al Contratto di Acquisizione di Olimpia (*Operación Telco*) fosse di nuovo soggetta a condizioni sospensive da parte di autorità antitrust o regolamentari, le quali richiedano che Telefónica riduca le proprie prerogative, Telefónica sarà comunque obbligata ad adempiere a tali condizioni (ed i soci poi concorderanno in buona fede le modifiche al Patto Parasociale necessarie). Qualora, invece, l'autorità competente imponga a Telefónica piuttosto che a Telecom Italia obblighi di disinvestimento risultanti dall'Operazione Telco, Telefónica singolarmente potrà chiedere la

scissione non proporzionale nel caso in cui i vincoli siano posti a carico della sola Telefónica; ad effettuare la richiesta potranno invece essere tutti i soci qualora i vincoli siano stati posti in capo al solo Gruppo Telecom Italia o ad entrambi i Gruppi aziendali.

Il *Compromiso Telco* prevede inoltre espressamente alla clausola 5.4, la possibilità, in caso di violazioni reiterate ed inosservanza delle intimazioni della CNDC, di imporre l'obbligo di dismissione della partecipazione in Sofora. Tali eventualità comporterebbero quindi l'insorgere di un diritto di scissione in capo ai soci di Telco che, se esercitato, determinerebbe una variazione negli assetti proprietari di Telecom Italia (ed un eventuale cambio di controllo).

6.2.3 Effetti economici e profilo strategico dell'operazione

Prima del consolidamento la partecipazione in Sofora era considerata a 'controllo congiunto', in quanto entrambi i soci della *holding* di Telecom Argentina detenevano la metà del capitale sociale e dei diritti di voto.

Questa condizione faceva sì che la partecipazione fosse inclusa nel bilancio consolidato con il metodo del patrimonio netto, come previsto dallo IAS 31 (Partecipazioni in *Joint Venture*), e che dunque fosse stata inizialmente rilevata al costo e negli anni successivi sottoposta alle rettifiche che il metodo vuole (in conseguenza delle variazioni nella quota di pertinenza, del risultato economico conseguito dalla partecipata, dai movimenti di capitali della stessa). L'assunzione del controllo, in ottemperanza al contenuto dell'IFRS 3 *revised*, ha fatto sì che nel bilancio consolidato venissero assunte linea per linea le attività, le passività, nonché i costi e i ricavi del Gruppo Telecom Argentina nel loro ammontare complessivo, mentre alle partecipazioni di minoranza è stata attribuita la quota del patrimonio netto e del risultato dell'esercizio di loro spettanza in apposite voci dello Stato Patrimoniale, del conto economico separato e del conto economico complessivo.

In questa sede sono stati effettuati gli adeguamenti al *fair value* (alla data di acquisizione del controllo) delle attività e delle passività della controllata e rilevate le eventuali attività o passività, diverse dall'avviamento, non precedentemente iscritte nel bilancio della controllata (cc.dd. elementi silenti). Essendosi trattato di un'aggregazione aziendale realizzata in più fasi, Telecom Italia ha rimisurato il valore della partecipazione, già detenuta in precedenza nell'acquisita Sofora, al *fair value* alla data di acquisizione del controllo rilevando la differenza nel conto economico. Gli effetti contabili dell'aggregazione aziendale, in conformità con quanto previsto dall'IFRS 3, sono così sintetizzabili:

- la valutazione della quota acquisita (8%) è stata pari a 130

milioni di euro. Tale valore è pari al *fair value* delle opzioni *call* cui il Gruppo Telecom Italia ha rinunciato, maggiorato del premio di controllo;

- la quota di partecipazione detenuta nel gruppo Sofora prima dell'acquisizione del controllo (50%), rimisurata al *fair value* alla data dell'acquisizione del controllo ed è risultata pari a circa 394 milioni di euro. Il maggior valore ha comportato un impatto positivo *una tantum* sul conto economico consolidato pari a 266 milioni di euro;
- tutte le attività acquisite e le passività assunte sono state valutate ed iscritte al *fair value*. Tale valutazione avrebbe comunque potuto essere modificata entro i 12 mesi successivi all'operazione¹⁷;
- l'aggregazione ha comportato l'iscrizione, tra le attività immateriali, dell'avviamento (o '*goodwill*') pari a 166 milioni di euro.

L'importanza dell'operazione di acquisizione ovviamente non si limita ai soli effetti contabili immediatamente rilevabili, ma soprattutto dal profilo strategico della stessa.

Il consolidamento della partecipata argentina va anzitutto inquadrato nell'ambito della strategia d'internazionalizzazione di Telecom Italia che vede il Gruppo porre fine alle dismissioni delle partecipazioni estere acquisite nel corso degli anni '90 e rivolgersi nuovamente ai mercati stranieri. Il consolidamento ed il rafforzamento delle partecipazioni estere esistenti, è dovuto a motivi quali:

1. la necessità di ridurre il forte indebitamento (che ha anche spiegato la cessioni delle partecipazioni straniere non strategiche);
2. il momento complesso affrontato dalla *Business Unit Domestic*. L'attività nel mercato italiano, in termini di *matrice BCG*, è considerata *cash cow*, a causa del basso tasso di crescita del mercato e dell'alta quota di mercato detenuta;
3. le ottime prospettive dei mercati delle telecomunicazioni esteri in cui il Gruppo ha mantenuto un interesse, motivo per cui Telecom Italia persegue una crescita focalizzata sulle controllate sudamericane.

¹⁷ In effetti nel corso del 2011 «è stata effettuata l'allocazione definitiva del prezzo corrisposto il 13 ottobre 2010 in sede di acquisizione del controllo del gruppo Telecom Argentina. L'avviamento del gruppo Sofora - Telecom Argentina rilevato in via provvisoria nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2010 per 166 milioni di euro è stato ridefinito in 177 milioni di euro per riflettere il fair value definitivo del gruppo Sofora - Telecom Argentina alla data di acquisizione del relativo controllo» (TELECOM ITALIA, *Bilancio consolidato 2011*).

6.3 Conclusione

L'obiettivo del *case study* era di sottolineare la forte rilevanza delle regole di *corporate governance* che, soprattutto in un contesto disomogeneo come quello italiano, rischiano di essere considerate come un peso piuttosto che come un'opportunità.

L'introduzione in un modello, quello di Telecom Italia, di nuovi meccanismi di condizionamento della *corporate governance* chiari ed efficaci ha confermato la rilevanza dell'esperienza pratica in questa materia, rendendo possibile la realizzazione di un'operazione in alcuni momenti giunta ai limiti della possibilità (nell'agosto del 2009 la Secretaria de Comercio Interior aveva ordinato la dismissione integrale della partecipazione già detenuta in Sofora, *holding* del Gruppo Telecom Argentina). Le nuove regole disciplinanti aspetti organizzativi, di controllo, comportamentali e di vigilanza dovevano essere tanto incisive ed efficaci che quella che sarebbe stata considerata in loro assenza come un'operazione di concentrazione economica, in loro presenza non lo fosse.

Va da sé quindi che l'obiettivo di tali regole e le modalità di recepimento, consistenti nell'adozione di una procedura e nell'introduzione di alcune clausole nel patto parasociale e nello statuto di Telco, fosse di garantire la separazione totale delle operazioni svolte nel mercato argentino dalle controllate, rispettivamente di Telecom Italia e di Telefonica, sia a livello strategico che operativo: in pratica lungo tutti gli anelli della catena di controllo.

Al di là della rilevanza in sé delle regole contenute nei *Compromisos* per aver sbloccato l'autorizzazione del passaggio di proprietà di Telecom Italia nelle mani degli azionisti di Telco (*Operacion Telco*) e resa possibile, senza esborsi finanziari, l'acquisizione del controllo di Telecom Argentina (*Operacion TI-W*), occorre segnalare come esse offrano ulteriori spunti di riflessione non necessariamente collegati alle operazioni.

Anzitutto occorre sottolineare come le regole siano state adottate, seppur indirettamente, dietro imposizione di un organismo regolamentare esterno all'azienda, ed in secondo luogo il ruolo caratteristico che hanno assunto nel sistema dei controlli i soci di minoranza, una figura spesso al centro del dibattito sulla *corporate governance* in quanto posizionata a metà fra l'essere un soggetto del controllo e un oggetto della tutela. A tale riguardo ciò che emerge è il perseguimento di un equilibrio fra azionista di maggioranza e di minoranza dove le prerogative conseguenti all'assunzione del controllo del primo siano compensate dai più incisivi poteri di controllo accordati al secondo. In particolare si fa riferimento

alla costituzione di un Comitato di Controllo (Comité de Cumplimiento Regulatorio) con poteri specifici, costituito interamente da soggetti designati dagli azionisti di minoranza. È interessante notare come il ruolo di 'controllore', risultante dal nuovo patto parasociale e dai *compromisos* sottoscritti dalle parti, nonché accettati dalle *authorities*, sia riconosciuto a *Los W* non solo a tutela del proprio interesse di socio minoritario, ma anche dell'interesse nazionale alla difesa della concorrenza nel mercato delle telecomunicazioni argentino. È proprio a tal fine che il Comitato, pur essendo un organo di controllo interno al Gruppo Telecom Argentina, operi a stretto contatto con l'autorità antitrust cui peraltro rivolge un'informativa periodica sullo stato del rispetto delle regole contenute nei due accordi. La peculiare funzione svolta nell'ambito del sistema dei controlli societari di Telecom Argentina dal socio di minoranza merita di essere ulteriormente approfondita in quanto potrebbe costituire spunto utile ad inquadrare meglio una figura spesso al centro del dibattito. In sintesi la peculiarità del ruolo ricoperto dagli azionisti di minoranza in Telecom Argentina può rivelarsi utile per ulteriori approfondimenti, sia perché i risvolti pratici della figura sono ancora dibattuti, sia perché il caso pratico nel suo insieme costituisce esperienza esportabile in realtà ove fosse necessario tutelare interessi simili.

BIBLIOGRAFIA

- ASSONIME (2011), *Alcune proposte in materia di controlli societari*.
- BIANCHINI M., DI NOIA C. (2010), *I controlli societari: molte regole nessun sistema*, Milano, Egea.
- DAILY C.M., DALTON D.R., CANNELLA A.A. (2003), *Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data*, in «Academy of Management Review», vol. 28, n. 3, pp. 371-382.
- FRAGA G. (1991), *Argentine Privatization in Retrospect*, in Glade W., *Privatization of Public Enterprises in Latin America*, San Francisco, ICS Press.
- GERCHUNOFF P. (1992), *Las Privatizaciones en la Argentina*, Washington, D.C., Departamento de Desarrollo Económico y Social.
- GROSSMAN S., HART O. (1986), *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, in «Journal of Political Economy», vol. 94, n. 4, pp. 691-719.
- HANSMANN H., KRAAKMAN R. (2001), *The End of History for Corporate Law*, in «Georgetown Law Journal», vol. 89, n. 2, pp. 439-468.
- KHANNA T., KOGAN E., PALEPU K. (2002), *Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-Country Analysis*, in «Review of Economics and Statistics», vol. 88, n. 1, pp. 69-90.
- JENSEN M., MECKLING W. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in «Journal of Financial Economics», vol. 3, n. 4, pp. 305-360.
- LAFFONT J.J., TIROLE J. (1993), *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, Cambridge, MIT Press.
- MAZZOTTA R. (2007), *La corporate governance e le performance aziendali: una analisi sulle società italiane quotate in borsa*, Milano, FrancoAngeli.
- ROCKNESS H., ROCKNESS J. (2005), *Legislated Ethics: from Enron to Sarbanes-Oxley, the Impact on Corporate America*, in «Journal of Business Ethics», vol. 57, n. 1.
- SHLEIFER A., VISHNY R. W. (1997), *A Survey of Corporate Governance (April 1996)*, in «Journal of Finance Volume», vol. 52, n. 2, pp. 737-783.
- WILLIAMSON O.E. (1975), *Markets and Hierarchies*, New York, MacMillan.
- WILLIAMSON O.E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, The Free Press.

BILANCI E RELAZIONI FINANZIARIE

NORTEL INVERSORA S.A., *Memoria y Estados Contables al 31 de Diciembre de 2010. Estados contables al 31 de Diciembre de 2010, 2009, 2008.*

TELECOM ARGENTINA S.A., *Memoria y Estados Contables al 31 de Diciembre 2008 (Por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2011 comparativo con el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2007).*

TELECOM ARGENTINA S.A., *Memoria y Estados Contables al 31 de Diciembre 2009 (Por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2009 comparativo con el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2008).*

TELECOM ARGENTINA S.A., *Memoria y Estados Contables al 31 de Diciembre 2010 (Por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2010 comparativo con el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2009).*

TELECOM ITALIA, *Bilancio consolidato 2011.*

TELECOM ITALIA, *Relazione finanziaria annuale 2010.*

TELECOM ITALIA, *Relazione finanziaria annuale 2011.*

TELECOM ITALIA, *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari di Telecom Italia S.p.A. 2010.*

La revisione legale dei conti nel sistema di corporate governance

Patrizio Graziani, Marco Accomando

7.1 Introduzione

L'esigenza di aziende e paesi di presentarsi ad un mercato globale e complesso ha imposto ai governi, agli organismi di regolamentazione ed alle stesse aziende, la realizzazione di un sistema di regole volto a consentire, ai diversi soggetti interessati alla vita dell'impresa, la formazione di un giudizio ragionevolmente corretto sull'efficacia, l'efficienza, l'etica e la correttezza della gestione. L'interesse generale di una corretta comunicazione tramite il bilancio d'esercizio è un diritto/dovere che deve essere tutelato secondo delle precise modalità in quanto il bilancio fornisce la rappresentazione dello status economico, finanziario e patrimoniale di un'impresa. La revisione legale dei conti rappresenta la forma di controllo più avanzata sul bilancio d'esercizio delle imprese in quanto svolta da un soggetto, o da una società, estranei a coloro che hanno predisposto il bilancio o, in qualche modo, hanno partecipato al processo decisionale dell'organo amministrativo della società che l'ha redatto.

L'importanza per questo tema si è incrementata a seguito d'inattesi collassi finanziari che si sono prodotti a partire dagli anni 2000, i quali hanno riguardato alcune grandi imprese quotate, come i casi Enron, WorldCom, Adelphia e Tyco negli Stati Uniti, Cirio e Parmalat in Italia, e che hanno travolto il destino di migliaia di investitori in tutto il mondo. Tali fallimenti sono riconducibili non soltanto ad un piccolo numero di soggetti che avevano tenuto una condotta criminale, ma anche alle condizioni di contesto rese possibili ed in qualche caso favorite (come nel caso Enron) dalle società di servizi professionali (in particolare le società di revisione) le quali avevano permesso la produzione di quadri informativi rappresentanti situazioni inesistenti. Il denominatore comune di tutti gli scandali può essere rintracciato, dunque, nell'infedele rappresentazione delle condizioni

delle società, le quali non erano state ostacolate a sufficienza dalle norme e dalle prassi di redazione e revisione dell'informativa contabile. Di fronte a questo scenario e alla minaccia che la crescente complessità dei *business* portasse ad un incremento di tali patologie, venne avviata una profonda riflessione avente ad oggetto le regole di fondo su cui poggia il governo delle imprese e l'attività di identificazione, valutazione e controllo dei rischi.

Il tema oggetto di questo lavoro è l'inquadramento dell'attività di revisione legale dei conti all'interno del sistema di *corporate governance*, con l'intento di individuare quali sono stati i principali cambiamenti, inerenti tale funzione, sia nel contesto statunitense che in quello italiano seguiti ai grandi collassi finanziari avvenuti a partire dagli anni 2000, e come tutto questo ha impattato sul sistema di *governance* delle aziende.

Si è partiti dall'analisi dei cambiamenti normativi avvenuti nei due contesti citati ed è seguita con la realizzazione di uno studio di caso riguardante la revisione di un FPI (*Foreign Private Issuer*) italiana, ovvero un gruppo societario con casa madre al di fuori degli Stati Uniti (in questo caso in Italia) emittente titoli quotati sulla Borsa di New York (*Nyse*) che ha permesso di dare evidenza pratica di quanto espresso dai due ordinamenti, mostrandone similitudini e differenze nel procedimento di revisione legale dei conti.

Tale scelta ha permesso di analizzare una metodologia di revisione basata sulla valutazione del rischio, integrata con l'attività prevista dalla normativa SOX (*Integrated Audit*) e dalla normativa per gli emittenti italiani (TUF e Legge 262/2005). È stato possibile effettuare quest'analisi in quanto l'emanazione del *Sarbanes-Oxley Act* da parte del Congresso Americano ha assoggettato alle norme USA i revisori delle controllate estere delle società quotate nei mercati regolamentati. Tale legge si applica, dunque, anche ai cc.dd. FPI, sottoposti, pertanto, alla Vigilanza della SEC (Securities and Exchange Commission).

7.2 Inquadramento storico

Per poter attuare delle strumentazioni di controllo che possano far pervenire a risultati efficaci è importante prendere atto delle trasformazioni in essere nell'impresa moderna e del suo contesto storico-politico ed economico. Gli inattesi fallimenti di società di grandi dimensioni, avvenuti a partire dagli anni 2000, hanno portato ad una profonda riflessione avente ad oggetto le regole di fondo su cui poggia il governo delle imprese e l'attività di identificazione, valutazione e controllo dei rischi. Si è potuto constatare che,

prima dello scoppio di questi scandali che travolsero il destino di migliaia di investitori in tutto il mondo, le regole contabili e di *corporate governance*, se non aggirate o direttamente violate, erano state viste e gestite come degli adempimenti formali da rispettare con minori costi possibili per la società e non come strumenti volti a garantire la corretta informativa al pubblico degli investitori sulle caratteristiche dei loro investimenti e una corretta azione di vigilanza sull'operato dei decisori aziendali. Con riferimento al contesto statunitense le professioni contabili operavano in un sistema di autoregolamentazione in base al quale fissavano i propri standard di comportamento e regolamentavano le loro prassi. L'attività di revisione e l'accesso alla professione erano governati da norme di natura privatistica, come i principi emessi dall'AICPA¹ (American Institute of Certified Public Accountants). Dopo gli scandali finanziari Enron, WorldCom, ecc., fu approvata la Legge nota come *Sarbanes-Oxley Act* del 2002 la quale, oltre ad avere introdotto numerose novità in termini di responsabilità delle società emittenti, ha rivisitato profondamente il tema della trasparenza nell'informativa contabile e degli strumenti per contrastare le frodi societarie e contabili. Il più importante provvedimento in tale direzione fu l'istituzione del PCAOB² (Public Company Accounting Oversight Board) con il compito di vigilanza sull'attività delle società di revisione su società aventi titoli diffusi tra il pubblico e di fissazione degli standard per la revisione (in sostituzione dell'AICPA).

Al cambiamento nella normativa statunitense (la prima ad aver attuato dei provvedimenti volti a contrastare la nascita di altri collassi finanziari di grandi dimensioni) fecero seguito le modifiche negli ordinamenti europei. Con riferimento al contesto italiano, il necessario processo di riforma fu più lungo e maggiormente articolato. In passato la normativa sulla revisione legale dei conti italiana era disseminata in numerosi provvedimenti. La frammentazione di norme e l'ambiguità delle definizioni venne parzialmente superata con il recepimento della Direttiva 2006/43/CE (ottava direttiva) la quale venne recepita all'interno dell'ordinamento tramite il Decreto Legislativo 39 del 27 gennaio 2010.

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) provvede al controllo della qualità sui revisori legali e le società di revisione legale che non hanno incarichi di revisione su Enti di Interesse Pubblico (EIP), mentre la Consob (Commissione nazionale per le società e la Borsa) vigila sull'organizzazione e sull'attività dei revisori e delle società di revisione legale

¹ Organizzazione professionale nazionale dei Certified Public Accountants (CPAs) negli Stati Uniti.

² Soggetto privato non avente scopo di lucro.

che hanno incarichi di revisione legale su Enti di Interesse Pubblico, al fine di controllarne l'indipendenza e l'idoneità tecnica. L'unitarietà del controllo è assicurata dall'art. 23 del D.Lgs. 39/2010, il quale dispone che il Ministero dell'Economia e delle Finanze e la Consob collaborino tra di loro ed individuino forme di coordinamento anche attraverso protocolli d'intesa o l'istituzione di comitati di coordinamento.

L'emanazione del *Sarbanes-Oxley Act*, da parte del Congresso Americano, ha fatto sorgere numerosi problemi di diritto internazionale in quanto ha assoggettato alle norme USA i revisori delle controllate estere delle società quotate nei mercati regolamentati. In base a tali norme, le società di revisione aventi sede fuori dagli Stati Uniti hanno dovuto iscriversi nel registro tenuto dal PCAOB al fine di essere abilitate alla revisione dei bilanci di società quotate negli Stati Uniti o che sono controllate da tali società.

7.3 *Il case study*

Il nostro *case study* ha come oggetto il procedimento di revisione legale dei conti, riferito ad uno specifico anno, di un FPI italiana del settore delle telecomunicazioni quotata sia in Italia che alla Borsa di New York (la quale, per esigenze di *privacy*, denomineremo 'Gateway SpA') e che controlla un gruppo internazionale nel quale sono presenti altre società quotate su mercati regolamentati americani. Tale scelta ha permesso di analizzare una metodologia di revisione basata sulla valutazione del rischio, integrata con l'attività prevista dalla normativa SOX (*Integrated Audit*) e dalla normativa per gli emittenti italiani (TUF e Legge 262/2005). È stato possibile effettuare quest'analisi in quanto l'emanazione del *Sarbanes-Oxley Act*, da parte del Congresso Americano, ha assoggettato alle norme USA i revisori delle controllate estere delle società quotate nei mercati regolamentati. Tale Legge si applica, dunque, anche ai cc.dd. FPI, sottoposti, pertanto, alla Vigilanza della SEC (Securities and Exchange Commission)³.

L'analisi pratica trattata è stata realizzata mediante la collaborazione con il team di revisione addetto all'attività di *audit* esterno dell'FPI e con l'ausilio del materiale fornito dagli stessi membri del team.

Lo schema, di seguito riportato (vedi Tab. 1), mostra nella parte sinistra le fasi del procedimento di revisione legale dei conti per una società quotata in Italia, che si sostanziano nella:

³ Ente federale statunitense preposto alla vigilanza della Borsa Valori.

1. pianificazione e programmazione dei lavori revisionali;
2. comprensione dell'impresa, analisi del Sistema di Controllo Interno e valutazione dei rischi significativi;
3. decisione sulle procedure di verifica da adottare;
4. raccolta di sufficienti e pertinenti elementi probativi;
5. formulazione del giudizio e stesura della relazione sul bilancio.

In realtà, nella concreta esecuzione del procedimento di revisione legale dei conti non si realizza una netta separazione tra le stesse.

Il procedimento previsto dalla normativa statunitense, e quindi applicabile al nostro FPI, risulta essere articolato negli stessi passaggi ma presenta una differenza per quanto concerne la valutazione del Sistema di Controllo Interno. In tale contesto, infatti, l'approccio del revisore ha previsto l'integrazione del processo di revisione legale dei conti con le verifiche finalizzate a rilasciare il giudizio sull'efficacia del Sistema di Controllo Interno, così come previsto dalla sezione 404 del *Sarbanes-Oxley Act*, al fine di garantire:

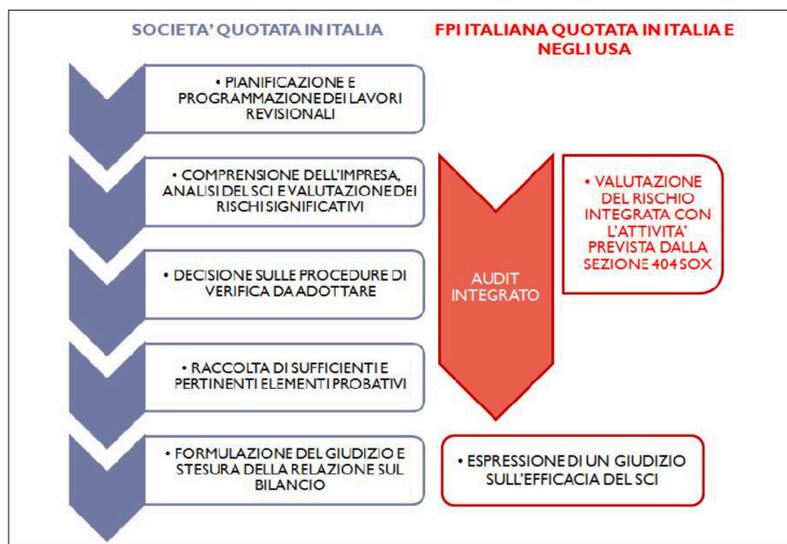
- una maggiore efficienza delle attività di analisi e controllo;
- un minore impatto delle attività di revisione nei confronti dell'azienda oggetto di revisione.

Il revisore, quindi, durante lo svolgimento del suo incarico, non si deve limitare ad esprimere, con apposita relazione, un giudizio sul bilancio d'esercizio e sul bilancio consolidato, ove redatto, ma dovrà esprimere anche una valutazione circa l'efficacia del Sistema di Controllo Interno (SCI) presente nel processo di *Financial Reporting*, come previsto dalla sezione 404 (SOA).

Il Sistema di Controllo Interno, inteso come «l'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire, attraverso un adeguato processo d'identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, una conduzione dell'impresa sana, corretta e coerente con gli obiettivi prefissati»⁴, potrà essere definito efficace se è in grado di fornire una ragionevole certezza circa l'affidabilità del bilancio d'esercizio e dell'informativa contabile.

⁴COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, Borsa Italiana SpA.

Tab. 1 – Il procedimento di revisione legale dei conti



Premesso questo, passiamo ora alla descrizione del procedimento di revisione legale dei conti dell'FPI oggetto di studio.

7.3.1 Descrizione dell'FPI

La Gateway è un importante operatore nel settore delle telecomunicazioni sia sul mercato europeo sia sul mercato estero. La società oggi dispone, per ognuno dei mercati su cui è presente, importanti infrastrutture-piattaforme tecnologiche su cui voce e dati si trasformano sia in servizi di telecomunicazioni avanzati che in soluzioni ICT-media all'avanguardia. La Gateway SpA è una società quotata in Europa e alla Borsa di New York e controlla un gruppo internazionale nel quale sono presenti altre società quotate su mercati regolamentati americani.

7.3.2 Obiettivi dell'incarico

Così come previsto dal principio di revisione n. 300, la pianificazione della revisione contabile del bilancio della Gateway si è basata sulla definizione di una strategia di revisione e del correlato piano di *audit*. L'*auditor* ha finalizzato tali documenti utilizzando una metodologia di revisione basata sulla valutazione del rischio, integrata con l'attività prevista dalla normativa SOX (*Integrated Audit*) e dalla normativa per gli emittenti italiani (TUF e L. 262/2005). Tali

documenti sono quindi il risultato di un processo continuo ed iterativo che inizia subito dopo la conclusione della precedente revisione contabile e prosegue fino alla conclusione dell'incarico di revisione in corso. Durante tale fase il revisore ha definito principalmente i seguenti aspetti: la definizione delle caratteristiche dell'incarico e della sua ampiezza, l'individuazione del quadro normativo sull'informazione finanziaria applicabile.

Nello specifico, nella revisione del Gruppo Gateway, l'*auditor* ha definito le caratteristiche del proprio incarico che in sintesi consiste:

- nella revisione legale dei bilanci d'esercizio e consolidato di Gateway SpA redatti in conformità agli *International Financial Reporting Standards* (IFRS) adottati dalla Comunità Europea e alla normativa di riferimento;
- nella revisione limitata del bilancio consolidato semestrale abbreviato di Gateway SpA redatto in conformità agli *International Financial Reporting Standards* (IFRS) adottati dalla Comunità Europea e alla normativa di riferimento;
- nella revisione contabile del *Form 20-F*⁵ predisposto in conformità con quanto previsto dalla normativa SEC;
- nella revisione dei controlli interni che sovrintendono al processo di redazione del bilancio consolidato del Gruppo Gateway ai sensi della sezione 404 del *Sarbanes-Oxley Act*.

L'approccio dell'*auditor*, inoltre, ha previsto la revisione contabile completa dei bilanci locali e dei *group reporting packages* delle società controllate incluse nel perimetro di consolidamento del Gruppo Gateway (*Scope*), con l'eccezione di talune realtà di dimensioni ridotte e per le quali non esiste un requirement legale. Lo scopo è stato determinato, sulla base di specifica richiesta da parte di Gateway, e ha compreso tutte le società operative del Gruppo.

Nello specifico l'*auditor* per gli incarichi ricevuti ha previsto per l'esercizio in oggetto l'emissione delle seguenti relazioni:

- relazione sulla revisione legale del bilancio consolidato annuale, preparato in accordo con gli IFRS adottati dall'Unione Europea ed i regolamenti Consob vigenti al 31 dicembre;
- relazione sulla revisione legale del bilancio separato annuale di Gateway SpA, redatto in accordo con gli IFRS adottati dall'Unione Europea ed i regolamenti Consob vigenti al 31 dicembre;
- relazione sulla revisione contabile limitata del bilancio consolidato

⁵ Il *Form 20-F* è un'archiviazione della SEC presentata alla Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti, usata da alcuni emittenti privati stranieri per fornire informazioni.

semestrale abbreviato al 30 giugno della Gateway, redatto in accordo con gli IFRS adottati dall'Unione Europea;

- relazione sulla revisione contabile sul bilancio consolidato annuale al 31 dicembre 2011, preparato in accordo con gli IFRS emessi dallo IASB incluso nel *Form 20-F* e sui controlli interni che sovrintendono al processo di redazione del bilancio consolidato del Gruppo Gateway ai sensi della sezione 404 del *Sarbanes-Oxley Act*.

Sulla base dell'oggetto degli incarichi ricevuti è stato ingaggiato un team di professionisti composto da personale altamente qualificato con specifiche esperienze sviluppate nel settore delle telecomunicazioni composto sia da *auditor* che da specialisti. Nello specifico il team ingaggiato sul cliente Gateway si componeva di diverse anime tra le quali le principali erano quelle dell'*auditor* 'puro' dello specialista dell'*audit* del sistema IT/sistema di controllo interno aziendale, dello specialista dell'area *corporate treasury* (tesoriera) e dello specialista dell'area fiscale nazionale-internazionale.

Sulla base delle scadenze sopra descritte è stata fissata la calendarizzazione delle attività, presente nella seguente tabella (vedi Tab. 2).

Tab. 2 – Calendarizzazione delle attività

Periodo di ottobre-dicembre	<ul style="list-style-type: none"> • Pianificazione delle attività di <i>audit</i> • Svolgimento attività di WTT (<i>Walkthrough Test</i>⁶) e <i>validating</i> (convalida) sui controlli – Attività di selezione circolarizzazioni – <i>Risk Assessment Analytics</i> (valutazione analitica dei rischi) • Svolgimento attività di WTT e <i>validating</i> sui controlli
Periodo di gennaio-febbraio	<ul style="list-style-type: none"> • Svolgimento attività di <i>audit</i> al 31 dicembre • <i>Roll forward</i> dei controlli
Periodo di marzo-aprile	<ul style="list-style-type: none"> • Emissione relazione sulla revisione contabile sul bilancio consolidato al 31 dicembre preparato in accordo con gli IFRS emessi dallo IASB • Emissione relazione sul <i>Form 20-F</i> e sui controlli interni che sovrintendono al processo di redazione del bilancio consolidato del Gruppo Gateway ai sensi della sezione 404 del <i>Sarbanes-Oxley Act</i>

⁶ Il WTT è un esempio di come funziona la procedura dall'inizio alla fine. Permette al revisore legale dei conti di stabilire l'affidabilità della contabilità di un cliente e delle sue procedure di controllo interno. Il WTT viene svolto nel seguente modo: 1) si seleziona una transazione; 2) si ripercorre tutto il processo; 3) si raccolgono tutti i documenti rappresentativi e l'evidenza dei controlli effettuati (esempio: firme di autorizzazione, quadrature, ecc.). Questo processo permette di avere delle conferme circa la comprensione dei controlli del revisore, confermando il flusso di informazioni.

La pianificazione delle attività sopra riportate è stata condivisa con i responsabili delle attività di *governance* istituite dalla Gateway quali il Comitato per il Controllo Interno e la *corporate governance* nonché con la direzione dell'impresa stessa mediante appositi incontri nel mese di ottobre 2011.

7.3.3 *La valutazione del rischio di revisione*

La valutazione del rischio di revisione è stata effettuata attraverso quattro passaggi fondamentali:

- la comprensione dell'ambiente macroeconomico, dell'ambiente competitivo e del *business* del cliente, nonché della struttura di *governance* e del sistema di controllo interno dello stesso;
- la determinazione della materialità;
- l'identificazione delle aree di rischio;
- l'identificazione dei rischi.

I paragrafi successivi approfondiranno gli aspetti sopraelencati.

7.3.3.1 *La comprensione dell'ambiente macroeconomico, dell'ambiente competitivo e del business del cliente, nonché della struttura di governance e del sistema di controllo interno dello stesso*

L'*auditor* ha sviluppato la propria comprensione dell'ambiente di riferimento della Gateway sulla base dei seguenti aspetti:

1. il quadro normativo: il *business* delle Telecomunicazioni in cui opera la Gateway è fortemente regolamentato secondo quanto previsto da un insieme di norme, regole, raccomandazioni e pareri emessi da diversi organismi di regolamentazione. I diversi regolatori che influiscono sulle attività del Gruppo Gateway si differenziano a seconda dell'area territoriale di riferimento;
2. l'ambiente competitivo: le analisi dell'*auditor* hanno fatto emergere che l'ambiente competitivo che caratterizza il mercato italiano delle telecomunicazioni è sostanzialmente maturo e presenta, soprattutto nel segmento mobile, un elevatissimo grado di competitività fra i diversi operatori. Tale mercato è, inoltre, caratterizzato da un *trend* che conferma la sostanziale invarianza delle quote di mercato in termini di *customer base* tra i diversi operatori e da una continua erosione dei ricavi e dei margini. Un'evoluzione del contesto macroeconomico meno favorevole potrebbe peraltro incidere sulla capacità di spesa della clientela, in particolare del segmento *retail* (al dettaglio);

3. l'analisi del *business* del cliente: in questa fase le attività dell'*auditor* si sono inoltre concentrate:
 - sull'analisi della strategia della Gateway SpA al fine di valutare l'approccio della società nell'affrontare il quadro competitivo, precedentemente descritto, valutando, inoltre, la raggiungibilità degli obiettivi fissati dal *management* e gli eventuali rischi connessi;
 - sull'analisi delle performance del Gruppo Gateway, disaggregandole per singola *business unit* al fine di valutare i singoli rischi legati al *business* e alla sostenibilità dei risultati fissati dal *management*. Tale analisi è stata particolarmente approfondita dall'*auditor* soprattutto per ciò che concerne i principali *key financial measures* (le principali misure finanziarie) del Gruppo Gateway, ovvero:
 - ricavi;
 - EBITDA contabile e normalizzato;
 - l'indebitamento finanziario netto.
4. La comprensione della *governance* e del sistema di controllo interno: come emerso dalle attività di verifica effettuate dall'*auditor*, il Gruppo Gateway presenta una cultura ispirata ai valori espressi nel Codice Etico. L'ambiente interno è caratterizzato da un Sistema di Controllo Interno normato da procedure e regolamenti relativi alle attività aziendali. Il Sistema di Controllo Interno è sottoposto ad una valutazione annuale tramite la pianificazione di specifiche attività di test sul controllo interno. Il sistema di *governance* è caratterizzato dalla presenza di un Consiglio di Amministrazione, le cui decisioni sono prese in ambito collegiale, di un Collegio Sindacale, da un Comitato per il Controllo Interno e la *corporate governance*, da un Comitato Esecutivo, e da un Comitato per la Remunerazione e le Nomine. Dalle verifiche effettuate dall'*auditor* non sono emerse all'interno della *governance* delle concentrazioni di poteri in alcune figure, tali da incrementare il rischio che siano perpetrate attività fraudolente. All'interno del Consiglio di Amministrazione sono ad esempio presenti amministratori indipendenti, nominati dai soci di minoranza.

Il Consiglio di Amministrazione viene supportato nell'ambito delle attività di presidio del Sistema di Controllo Interno dai seguenti gruppi-funzioni:

- *Compliance Program & Process*: funzione alla quale è attribuita la responsabilità di assicurare a livello di Gruppo la definizione

delle politiche e dei modelli di *compliance*, l'attività di *compliance* dei processi operativi aziendali rispetto al quadro normativo di riferimento, nonché il supporto metodologico alle Società partecipate nazionali ed estere in tema di *compliance*. La funzione in oggetto dipende gerarchicamente dal Consiglio di Amministrazione al quale in prima battuta sono attribuiti i presidi della *compliance* del Gruppo;

- *Audit*: funzione alla quale è demandata la responsabilità di assicurare a livello di Gruppo la definizione ed i programmi di revisione, lo sviluppo e la qualità degli interventi pianificati e richiesti, la predisposizione delle relazioni di revisione, il presidio delle fasi di *follow-up* delle attività di *audit*, nonché il monitoraggio dell'attuazione dei piani di miglioramento del sistema di controllo interno;
- *IT&Security Compliance*: funzione alla quale compete la responsabilità di assicurare a livello di Gruppo le attività di *compliance* relative all'IT e alla *security*, attraverso la definizione delle relative *policy*/metodologie, ed il presidio delle attività di controllo rispetto al quadro normativo di riferimento. Assicura, inoltre, per l'ambito di competenza, il supporto metodologico alle società partecipate nazionali ed estere. La funzione in oggetto dipende gerarchicamente dal Consiglio di Amministrazione al quale in prima battuta sono attribuiti i presidi della *compliance* IT del Gruppo.

La Gateway si è dotata di uno specifico sistema di *Enterprise Risk Management*⁷ (ERM) avente l'obiettivo primario di delineare i rischi, in particolare quelli di *business*, e di individuare i relativi presidi e le azioni correttive. La gestione di tale sistema è stata affidata ad uno specifico comitato di *risk management* il quale, attraverso l'ERM, garantisce il governo del processo di gestione dei rischi, coordinando il relativo piano di azioni preventive finalizzate ad assicurare la continuità operativa del *business* e monitorando l'efficacia delle contromisure adottate. L'elaborazione ed il mantenimento del sistema ERM viene effettuato attraverso il coinvolgimento di diversi gruppi di lavoro interfunzionali i quali finalizzano le seguenti macro-attività:

- mappature dei principali rischi della società;
- produzione della *gap analysis* sia a livello *entity* che di rischio;

⁷ *Enterprise Risk Management* (ERM), cioè Gestione digitale dei Diritti d'Autore all'interno dell'Impresa, è un sistema che protegge i documenti creati all'interno di un'azienda in modo tale che non sia possibile leggerne il contenuto, e/o non sia possibile effettuarne delle copie, senza l'autorizzazione esplicita del loro autore o di chi detiene i diritti su di essi.

- redazione di *action plan* a mitigazione dei rischi identificati.

A tale proposito, si precisa che la valutazione dell'esistenza di adeguati meccanismi finalizzati all'individuazione-valutazione dei rischi che possono condizionare il raggiungimento degli obiettivi generali o specifici dell'azienda è stata valutata dal team di revisione attraverso la validazione degli ELC e del correlato modello di ERM descritto.

Il Gruppo Gateway ha adottato un impianto di procedure e matrici di controllo, in *compliance* con la sezione 404 del *Sarbanes-Oxley Act* (SOX 404), volto a delineare i rischi inerenti dei singoli processi operativi e gli obiettivi dei controlli in essere, indicando la responsabilità, le modalità di evidenza di formalizzazione, la frequenza e la tipologia degli stessi. L'impianto SOX 404 è oggetto di valutazione nel corso delle attività previste dall'*integrated audit*.

La Gateway ha adottato un modello di rilevazione e monitoraggio dei rischi connessi all'informativa finanziaria strutturato e documentato al COSO Framework in linea con quanto previsto dalla Legge 262/2005. La valutazione dei controlli è responsabilità primaria del *management* competente a cui si affianca la valutazione indipendente della funzione *compliance*.

7.3.3.2 La determinazione preliminare della materialità

L'*auditor* in questa fase ha, inoltre, proceduto a determinare diversi livelli di materialità per l'intero Gruppo Gateway basandosi sulla base dei valori espressi nell'ultimo bilancio sottoposto ad attività di revisione. A tal fine, l'*auditor* ha utilizzato quale parametro di riferimento per determinare la materialità il *Profit before tax*⁸ (*from continuing operations* – PBT) poiché lo stesso rappresenta il *benchmark* di riferimento per i clienti *profit oriented* (con scopo di lucro) come il Gruppo Gateway e rappresenta, inoltre, una grandezza rilevante per i lettori del bilancio della Gateway.

Il revisore ha considerato tale parametro in valore assoluto, adeguandolo alla luce della stabilità del *benchmark* nel tempo e normalizzandolo sulla base degli eventi straordinari – non ricorrenti. Nello specifico è stata calcolata una materialità riferibile al bilancio consolidato nonché una materialità riferibile alle singole società appartenenti al Gruppo Gateway, al fine di considerare le dimensioni e le complessità delle diverse società del Gruppo. In sede di completamento della revisione 2011, si provvederà all'aggiornamento del calcolo della materialità mediante l'utilizzo dei dati 2011.

⁸ Il risultato prima delle imposte.

7.3.3.3 L'identificazione delle aree di rischio

L'*auditor*, sulla base delle considerazioni sopra esposte e sulla base della valutazione delle principali poste del bilancio separato-consolidato del Gruppo Gateway, ha provveduto a definire le voci di bilancio 'in scope'. Tale processo è stato guidato da considerazioni sia di tipo quantitativo che qualitativo, valutando nel primo caso la significatività della singola voce di bilancio sia in valore assoluto che in termini di incidenza sugli schemi di bilancio, nel secondo caso valutando le peculiarità e la rischiosità di specifiche aree. Sono, infatti, stati considerati come 'in scope' alcuni conti con saldo inferiore alla materialità perché considerati come rischiosi per effetto di specifici rischi individuati nelle aree quali ad esempio l'area fondo rischi ed oneri, l'area passività varie, ove è importante la componente valutativa da parte del *management*. Sulla base di tale processo di *risk assessment* sono stati, quindi, identificati per ciascuna linea di bilancio i diversi livelli di rischio intrinseco, di controllo e di individuazione.

Nel corso del processo di *risk assessment* oggetto di descrizione, l'*auditor* ha effettuato, inoltre, delle *Risk Assessment Analytics* sui dati al 30 settembre 2011, per comprendere le fluttuazioni rispetto al *budget* e al consuntivo del periodo precedente, al fine di individuare eventuali aree di rischio. Nel processo di *risk assessment* sono, inoltre, stati effettuati appositi incontri con i *controller* di Gruppo delle diverse aree di *business* al fine di comprendere i *trend* e gli scostamenti dell'andamento della gestione dal raggiungimento degli obiettivi fissati.

In tale fase, particolare attenzione è stata concentrata sull'analisi dei fattori di rischio di frode, nonché ai presidi preventivi istituiti dalla società relativamente alle due principali tipologie di frode, ovvero:

- la falsa informativa economico-finanziaria;
- le appropriazioni illecite di beni ed attività dell'impresa.

Per ciascuno di questi tipi di frode, i fattori di rischio sono stati ulteriormente suddivisi sulla base di tre condizioni generalmente presenti quando si riscontrano errori significativi dovuti a frodi (incentivi/pressioni, occasioni, inclinazioni/giustificazioni). A tale proposito riportiamo di seguito una sintesi delle considerazioni elaborate:

Condizioni presenti quando si riscontrano errori significativi dovuti a frodi	Principali tipologie di frode	
	Falsa informativa economico-finanziaria	Appropriazioni illecite di beni ed attività dell'impresa
Incentivi/pressioni	La Gateway opera in un mercato fortemente concorrenziale con una forte tendenza all'erosione dei margini. La società, inoltre, sconta delle attese di redditività da parte degli <i>stakeholder</i> e del mercato. Inoltre, la retribuzione del <i>management</i> è influenzata dalle performance economiche finanziarie del Gruppo. Il meccanismo di incentivazione, oggetto di analisi nel corso della revisione 2010 e 2011, è apparso bilanciato e non particolarmente aggressivo	Dalle analisi dell' <i>auditor</i> non sono emerse segnalazioni da parte degli organi di controllo legate alla presenza di incentivi/pressioni legati all'appropriazione illecita di beni ed attività dell'impresa non soggette ad opportune attività di controllo
Occasioni	Le tipologie di transazioni che caratterizzano l'attività della Gateway (singole transazioni generalmente dell'importo non significativo, elaborate sulla base di flussi di sistema, soggetti a controlli automatici) limita le opportunità di frode. Il modello di controllo in essere, rivisto nel 2010 e nel 2011, e il "Tone at the top" ⁹ , che la gestione manageriale garantisce all'organizzazione, sono considerati elementi mitigatori di incentivi identificati e delle eventuali opportunità	Dalle analisi dell' <i>auditor</i> non sono emerse particolari opportunità legate a fenomeni di appropriazione illecita non soggette ad opportune attività di controllo
Inclinazioni/giustificazioni	Nel corso dei precedenti esercizi non sono emerse fattispecie relative ad inefficace comunicazione-rispetto di valori e di principi etici da parte della Direzione o di comunicazione di valori o principi etici inadeguati	Dalle analisi dell' <i>auditor</i> non sono emerse segnalazioni relative ad inclinazioni legate a fenomeni di appropriazione indebita

⁹ Si riferisce al clima etico generale di un'organizzazione, come stabilito dal suo Consiglio di Amministrazione, dal Comitato per il Controllo (*Audit Committee*) e dal *senior management*.

7.3.3.4 L'identificazione dei rischi

Sulla base delle analisi/considerazioni sopra esposte e/o sulla base della significatività di alcune voci del bilancio del Gruppo in oggetto, l'*auditor* nell'ambito del piano di revisione ha identificato i seguenti rischi significativi:

- *Impairment* dell'avviamento (deterioramento del valore dell'avviamento);
- errato riconoscimento dei ricavi;
- errata contabilizzazione dei debiti finanziari e degli strumenti derivati;
- frode;
- non corretta valutazione delle passività per i contenziosi.

7.3.4 La comprensione del sistema di controllo interno aziendale

La sezione 404 del *Sarbanes-Oxley Act* (SOA) richiede al *management* dell'azienda di esprimere una valutazione circa l'efficacia del Sistema di Controllo Interno (SCI) presente nel processo di *Financial Reporting*. Uno SCI è efficace quando fornisce una ragionevole certezza circa l'affidabilità del bilancio di esercizio e dell'informativa finanziaria.

Analogamente a quanto richiesto al *management* della società, il revisore è chiamato ad analizzare il Sistema di Controllo Interno al fine di valutarne l'efficacia.

In tale contesto, riguardante la revisione di un FPI italiana quotata in Europa e negli Stati Uniti, l'approccio del revisore ha previsto l'integrazione delle verifiche finalizzate a rilasciare la certificazione richiesta ai fini di conformità con la sezione 404 del *Sarbanes-Oxley Act*, con il processo di revisione contabile (il c.d. *Audit Integrato*), al fine di garantire:

- una maggiore efficienza delle attività di analisi e controllo;
- un minore impatto delle attività di revisione nei confronti dell'azienda oggetto di revisione.

Concretamente, l'integrazione tra il processo di revisione del bilancio e le verifiche svolte sul SCI ha fatto in modo che:

- è stato utilizzato lo stesso livello di materialità per valutare l'efficacia del SCI e l'affidabilità dei dati di bilancio;
- gli esiti delle verifiche svolte sul SCI sono state la base per determinare la natura e l'ampiezza dei test di dettaglio sulle transazioni contabili;
- è stato considerato l'impatto sull'affidabilità del bilancio di esercizio delle carenze riscontrate nell'analisi del SCI.

Tale processo integrato accoglie le semplificazioni sulle verifiche ai fini SOA introdotte dall'*Auditing Standard* n. 5 del PCAOB, che implica, rispetto al passato, un maggiore affidamento sulle verifiche effettuate dalla società oggetto di revisione e, da eventuali terze parti, un'eventuale riduzione del perimetro delle verifiche ed una riduzione del numero dei controlli chiave da verificare.

Come previsto dal già citato AS 5, il revisore ha, dunque, selezionato le entità, i processi significativi ed i controlli da testare utilizzando un approccio *Top-Down Risk Based*, partendo dall'analisi degli *Entity-Level Controls*, per poi identificare tutti quei controlli in grado di mitigare appieno il rischio di errori materiali nel Bilancio di Esercizio.

Comprensione degli *Entity-Level Controls* del Gruppo Gateway SpA: il Gruppo Gateway si è dotato di un *Framework* di controlli *Entity Level* (ELC) attivi sia a livello di gruppo che di singola società e/o di *business unit*.

L'impostazione del *Framework* è stata attuata dall'area 'amministrazione finanza e controllo', avendo come riferimento il modello COSO nelle sue cinque componenti. I controlli facenti parte del modello sono oggetto di analisi sulla base del *risk assessment* svolto annualmente dai *business owner* congiuntamente all'area di *compliance*.

L'implementazione del *Framework* da parte della Gateway ha previsto una classificazione degli obiettivi di controllo e dei relativi controlli nelle cinque componenti del COSO, di seguito elencate:

- GLO - 1 – Ambiente di Controllo;
- GLO - 2 – Valutazione del rischio;
- GLO - 3 – Attività di Controllo;
- GLO - 4 – Informazione e Comunicazione;
- GLO - 5 – Monitoraggio.

Gateway ha provveduto ad effettuare la mappatura di numerosi ELC e, in condivisione con l'*auditor*, è stata effettuata un'attività di aggiornamento degli stessi basata sulla conoscenza maturata nel corso del precedente *audit* e in relazione allo *scoping* 2011, al fine di identificare i controlli rilevanti dal punto di vista dell'intervento di revisione legale dei conti.

L'ampiezza delle verifiche dei controlli del SCI è stata, quindi, determinata sulla base della rilevanza del rischio sottostante¹⁰, come rappresentato dalla tabella seguente (vedi Tab. 4).

¹⁰ Il rischio sottostante ad un controllo può essere definito come il ragionevole rischio che, in caso di mancato funzionamento del controllo, un errore materiale potrebbe verificarsi nel *reporting* finanziario.

Tab. 4 – Ampiezza delle verifiche dei controlli del Sistema di Controllo Interno



LIMITATA ELEVATA

AMPIEZZA DEL TEST

<ol style="list-style-type: none"> 1. Controlli chiave, il cui eventuale mancato funzionamento presenterebbe un limitato rischio di creare errori materiali nel bilancio di esercizio 2. Situazioni in cui sono necessarie analisi limitate per valutare l'efficacia e l'effettiva operatività del controllo 3. Situazioni in cui è remota la possibilità di <i>management override</i> 4. Controlli chiave, per i quali è possibile fare un elevato affidamento sulle procedure di test già effettuate dal <i>management</i> di TI 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Controlli chiave, il cui mancato funzionamento presenterebbe un elevato rischio di creare errori materiali nel bilancio d'esercizio 2. Situazioni in cui sono necessarie analisi approfondite per valutare l'efficacia e l'effettiva operatività del controllo 3. Controlli pervasivi 4. Situazioni in cui è concreta la possibilità di <i>management override</i> 	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Entity-Level Controls</i>: controlli chiave per valutare l'efficacia del SCI 2. Il processo di chiusura contabile; saranno quindi testate le procedure per iscrivere un dato in bilancio e per fare <i>adjustments</i> ricorrenti e non, gli input e gli output del processo, i sistemi IT a supporto, ecc. 3. <i>Control environment controls</i>: controlli preventivi orientati a ridurre il rischio all'interno dell'organizzazione (esempio: procedure, codice etico, <i>whistleblowing</i>, formazione, ecc.)
---	--	---

Per quanto riguarda il *timing* delle attività di revisione, è stato predisposto un piano di lavoro in modo tale che, in ciascuna area, il revisore ha potuto svolgere le proprie verifiche in modo coordinato con il *management* della Gateway SpA. Ove possibile, le verifiche sono state pianificate in periodi dell'anno non coincidenti con quelli in cui la struttura amministrativa della Gateway SpA è stata sottoposta ad attività ricorrenti particolarmente intense (esempio: chiusure contabili annuali).

In particolare, il revisore, durante le sue visite, non ha verificato e testato contemporaneamente i controlli di tutti i processi inclusi nel perimetro d'intervento, ma ha adottato un approccio 'a rotazione' degli stessi, in grado, tuttavia, di consentirgli di giungere, a fine anno, anche tramite procedure di *up-date testing*, ad una valutazione complessiva dell'affidabilità del Sistema di Controllo Interno sul processo di *financial reporting*.

Tutte le risultanze delle verifiche ai fini del SOA (esempio: riduzione

dei rischi, eventuali *control deficiencies*, transazioni verificate) sono state utilizzate per circoscrivere/integrare l'ambito delle analisi e delle verifiche che sono state effettuate ai fini della revisione del bilancio.

7.3.5 La comprensione del sistema informativo

In un settore di mercato quale le telecomunicazioni, caratterizzato da un elevato numero di transazioni e procedure automatiche che generano dati rilevanti ai fini della redazione del bilancio, i principali processi di *business*, ivi incluso il processo di *financial reporting*, sono fortemente guidati e dipendenti da sistemi informativi avanzati, ovvero, dalla capacità di questi ultimi di generare dati finanziari affidabili, di garantire il funzionamento dei controlli applicativi automatici e la qualità dei *report* prodotti dal sistema stesso.

Nel perseguimento delle finalità dell'incarico di revisione, è stato, dunque, necessario il coinvolgimento di specialisti di processo e sistemi. L'analisi del sistema di controllo IT non è stata, infatti, considerata un'attività di valutazione separata. I team di specialisti sono divenuti parte integrante del team di revisione, risultante in un unico approccio di *audit* che ha permesso di cogliere le sinergie, evitare duplicazioni di lavoro, risorse ed attività non necessarie, assicurando, in tal modo, un'attenzione più accurata alle aree di maggior rischio.

La metodologia applicata dal revisore per la rilevazione, la verifica e la valutazione dei sistemi informativi della Gateway SpA è risultata essere allineata agli standard internazionali di riferimento per l'IT *audit* e, inoltre, ha recepito le linee guida imposte dal *Framework* COBIT per il controllo interno in ambito tecnologico.

L'approccio di *audit* sui sistemi informativi si è basato, in primo luogo, sulla raccolta d'informazioni sull'ambiente di controllo IT a livello macro, quali:

1. la comprensione della struttura organizzativa della funzione IT;
2. l'identificazione delle principali caratteristiche dei sistemi e degli ambienti tecnologici;
3. l'identificazione dei cambiamenti significativi previsti e in corso d'opera ai sistemi ed agli ambienti, nonché la comprensione dei problemi noti dei sistemi.

Tale fase ha consentito di definire, sulla base della preliminare valutazione delle aree di rischio e dei processi con maggiore impatto sul *financial reporting*, il perimetro delle attività di revisione in termini di sistemi e tecnologia che sono di supporto significativo al *business* ed ai controlli rilevanti per il *financial reporting*.

A partire dall'individuazione delle applicazioni e dei relativi sottosistemi *in scope*, sono state focalizzate le attività sulle seguenti tipologie di controlli:

- controlli generali specifici dell'area IT (ITGC), con l'obiettivo di verificare la corretta gestione della sicurezza e delle modifiche ai programmi ed il corretto esercizio dei sistemi informativi e delle infrastrutture a supporto. Solo da una sistematica applicazione di robusti controlli generali sui processi IT, infatti, discende una ragionevole certezza riguardo all'affidabilità dei controlli automatizzati posti in essere all'interno di tutti gli altri processi aziendali;
- controlli applicativi automatici, con l'obiettivo di effettuare, nell'ambito dell'analisi dei processi di *business* rilevanti ai fini del *financial reporting*, una *review* tecnica sul corretto funzionamento degli stessi nell'elaborazione delle transazioni, valutandone la loro attitudine a supportare adeguatamente il disegno dei processi.

Contestualmente a tali verifiche, sono state effettuate delle attività specifiche sui sistemi in termini di:

- *review* tecniche sulle impostazioni di sicurezza per comprenderne la loro affidabilità in tema di integrità dei dati gestiti ed archiviati;
- analisi delle configurazioni di sistema in materia di segregazione dei compiti al fine di verificarne l'allineamento con i requisiti di controllo, tenuto conto dell'organizzazione aziendale e delle *best practises* riconosciute a livello internazionale.

7.3.6 Strategia di revisione relativa ai rischi significativi

7.3.6.1 Comfort sui controlli e sulle procedure di sostanza

L'approccio di revisione che è stato adottato è caratterizzato da una *high control reliance* (forte propensione al controllo) sui controlli interni della Gateway, coerentemente con un approccio *integrated audit* (integrazione tra verifiche sul bilancio e verifiche sui controlli interni che sovrintendono al processo di redazione del bilancio consolidato). L'approccio è inoltre *top-down*, focalizzato cioè sui controlli rilevanti, ritenuti chiave dal team di *audit*, e sui saldi di bilancio significativi o considerati a maggior rischio, secondo le linee guida illustrate in precedenza. È stato definito uno *scoping*, a livello di singola *entity*, per definire le società *in scope* ai fini SOX e quelle escluse, indicando inoltre, per quelle *in scope* i relativi processi oggetto di analisi.

7.3.6.2 Attività di audit e coperture del rischio di frode

Le procedure di revisione previste dall'*auditor* della Gateway hanno incluso quelle previste dai principi di riferimento per identificare i rischi di frode, ed in particolare quelle previste dal principio di revisione americano SAS n. 99, (*Consideration of Fraud in a Financial Statement Audit*), e dal principio ISA n. 240, (*The Auditor's Responsibility to Consider Fraud in an Audit of Financial Statements*). L'*auditor* ha, inoltre, effettuato specifiche attività finalizzate all'individuazione di alcuni indicatori tipici di transazioni con carattere fraudolento, quali, nello specifico:

- a. fatturazioni attive IVA esenti;
- b. operatori 'non usuali' coinvolti nella transazione;
- c. alto volume di transazioni con concentrazione in periodi limitati nel tempo;
- d. correlazione fornitori-clienti;
- e. regolazione finanziaria tramite compensazioni o con meccanismi di pagamento non consueti;
- f. vendita di servizi a valore aggiunto;
- g. corrispondenza tra traffico acquistato e traffico venduto;
- h. anomalie sul traffico.

Sulla base dell'esame delle anomalie derivanti dagli indicatori l'*auditor* ha effettuato le seguenti procedure:

1. investigazioni effettuate sulla base di precedenti ordinanze e/o informazioni contenute in organi di stampa;
2. analisi di dati contabili e altre informazioni disponibili, volte a identificare la presenza degli indicatori sopra riportati;
3. altre procedure di revisione 'standard':
 - procedure analitiche e analisi degli scostamenti significativi rispetto al *budget* ed alle aspettative, mediante condivisione dell'andamento della gestione con il *management*;
 - procedure di revisione contabile sui saldi di posizione finanziaria netta e rendiconto finanziario e circolarizzazione degli istituti di credito;
 - comprensione delle modalità di designazione ed erogazione dei bonus e dei premi su risultato al *top management*, nonché esame dei controlli SOX presenti nell'organizzazione;
 - verifica delle assunzioni adottate per l'elaborazione dell'*impairment test* al 31 dicembre 2012;
 - verifica della corretta contabilizzazione delle operazioni di *Business Combinations*;

- verifica delle assunzioni adottate dal *management* per la rilevazione dei fondi rischi ed oneri;
- verifica del rispetto delle procedure interne di effettuazione di operazioni con parti correlate;
- analisi delle procedure applicate dagli operatori logistici esterni per la gestione ed inventariazione delle giacenze fisiche di magazzino;
- ispezione fisica su base campionaria dei magazzini al 31 dicembre 2012;
- analisi delle metodologie di valutazione delle rimanenze;
- analisi dei controlli SOX di segregazione degli accessi alle disponibilità liquide in conto corrente;
- comprensione della procedura di controllo sull'utilizzo delle carte di pagamento da parte dei responsabili di funzione.

7.3.6.3 Piano di revisione

Sulla base delle considerazioni sopra riportate, l'*auditor* ha predisposto la seguente strategia di revisione per il cliente Gateway: Comprensione (*Understanding*) – Valutazione (*Evaluating*) – Conferma (*Validating*) del Sistema di Controllo Interno.

A conclusione del processo di *scoping*, l'*auditor* ha avviato le attività di *Understanding* – *Evaluating* e *Validating* del Sistema di Controllo Interno, comprendendo:

1. l'identificazione dei cicli individuati in ragione dei processi classificati *in scope*. L'attività è stata ultimata;
2. analisi delle matrici dei controlli, con valutazione del disegno degli stessi e l'analisi delle possibili fonti di potenziali errori, anche mediante lo svolgimento di specifiche attività di *Walkthrough Test (Understanding-Evaluating)*. Il processo si concluderà con la comunicazione delle carenze di progettazione (*design deficiencies*) individuate;
3. programmazione delle attività di svolgimento test sui controlli, al fine di verificare la validità e l'efficacia degli stessi (*Validating*). L'attività di *testing* è stata pianificata e svolta nel periodo di novembre-dicembre 2011, con lo svolgimento del *Roll forward Test*¹¹ nel periodo di gennaio-febbraio 2012.

¹¹ Tecnica di verifica che permette di raccordare le risultanze di test, aventi per oggetto uno o più saldi di bilancio, ed i valori delle medesime voci di bilancio alla data di chiusura dell'esercizio.

Sostanziali elementi probativi: contestualmente alla valutazione del *comfort*, ottenuta dalle procedure di *Audit Comfort Cycle*, il programma di revisione è stato definito in termini di procedure analitiche e test di dettaglio sulla base delle seguenti linee guida:

1. procedure analitiche: il Gruppo Gateway presenta una struttura di controllo di gestione (denominata *Planning & Control*) articolata per linea di *business*. Le procedure analitiche sono state svolte avendo come base, tra l'altro, gli strumenti di analisi e monitoraggio (tra i quali i *Tableau de Board*¹²) predisposti mensilmente ed oggetto di validazione da parte di S&PA, per le riunioni consiliari e per il *top management*. Il *Tableau de Bord* per i dati relativi alle più importanti BU è oggetto di specifiche attività di verifica relativamente ai principali KPI (ARPU, CHURN RATE, CUSTOMER BASE, EBITDA, EBIT), sia per ciò che riguarda la bontà della base dati utilizzata nella loro determinazione sia nella corretta determinazione delle formule.

Di seguito, in sintesi, gli esempi di alcune delle principali analisi che vengono svolte:

- valutazione ed analisi dei KPI (ARPU, CHURN RATE, CUSTOMER BASE, EBITDA, EBIT, Indebitamento Finanziario Netto Rettificato);
- analisi scostamenti della performance reddituale rispetto a: *budget* e piano approvato dal Consiglio di Amministrazione/periodi economici precedenti/*Forecast* di chiusura al 31 dicembre dell'esercizio di riferimento;
- analisi di specifiche fluttuazioni (evoluzione crediti-debiti commerciali, movimentazione investimenti e disinvestimenti in capitale fisso, movimenti di patrimonio netto, movimentazione dei fondi per rischi ed oneri, rendiconto finanziario);
- ottenimento di *back-up* di dettaglio a supporto di alcuni dati inseriti nel *Tableau de Board* e attività di *testing* al fine di verificarne la completezza e accuratezza.

Si sostanzia nella verifica documentale a supporto delle transazioni intercorse, per singole poste di bilancio oggetto di controllo, tra la data in cui sono avvenute le verifiche sostanziali e la fine dell'esercizio.

¹² È uno strumento che parte dalla rilevazione dei risultati finanziari, fino all'analisi più approfondita delle cause fisico-tecniche ed operative degli scostamenti riferiti ai risultati di ogni processo aziendale. I due obiettivi principali del *Tableau de Board* sono rappresentati dal controllo dell'andamento delle variabili chiave (i cc.dd. *Key Performance Indicators*) e dei processi chiave e la lettura sintetica e completa degli scostamenti dei risultati dell'azienda per la definizione delle azioni correttive.

2. Verifiche di dettaglio: la definizione delle verifiche di dettaglio da svolgere verrà completata in ragione del grado di *comfort* ottenuto dalla valutazione del sistema di controllo interno. Di seguito vengono illustrate alcune verifiche che, alla luce del rischio intrinseco individuato nelle singole aree di bilancio, verranno implementate indipendentemente dal livello di *comfort* ottenuto dallo svolgimento dei test sui controlli:
 - a. audit bilancio individuale Gateway SpA:
 - analisi dell'*Impairment test* sul *Goodwill* al 31 dicembre;
 - valutazione dei progetti d'investimenti e capitalizzazione del periodo, con acquisizione campionaria di evidenze documentali; individuazione di indicatori di *impairment* sui crediti commerciali e sulle altre attività correnti e non correnti;
 - analisi e valutazione del fondo svalutazione crediti commerciali;
 - verifiche sulla corretta determinazione degli accertamenti attivi e passivi, anche con l'ausilio di test sui controlli automatici e *CAAT procedures*;
 - analisi e verifica della corretta contabilizzazione dei ricavi legati ai contratti *Top Client* personalizzati;
 - verifica del rispetto dei requisiti della *derecognition* ai sensi del IAS 39 in merito alle cessioni di credito alle società di *factoring*;
 - test di completezza degli accertamenti passivi;
 - esame delle riconciliazioni bancarie al 31 dicembre;
 - analisi della movimentazione dei finanziamenti, dei prestiti obbligazionari e di altre passività finanziarie;
 - autonoma valutazione, su base campionaria, del *fair value* degli strumenti finanziari derivati;
 - valutazione delle assunzioni e delle stime adottate per gli stanziamenti di fondi per rischi ed oneri;
 - circolarizzazione clienti, fornitori, banche, legali, società di *factoring*;
 - analisi dell'accuratezza e della correttezza dell'informativa fornita;
 - Valutazione della coerenza della Relazione sulla gestione con l'informativa economico-finanziaria.
 - b. *Audit* bilancio consolidato della Gateway SpA:
 - analisi dell'*Impairment test* sul *Goodwill* al 31 dicembre 2012;
 - gestione delle tematiche e dei punti di approfondimento presentati dai team locali;
 - esame delle scritture di consolidamento;

- predisposizione della riconciliazione tra l'*Equity* della Gateway SpA e l'*Equity* consolidato dell'omonimo Gruppo.

7.3.6.4 Team

L'intero team operante nell'*audit* 2011 del bilancio della Gateway SpA è stato sottoposto ad un'analisi dell'idoneità delle competenze professionali detenute rispetto alla tipologia d'incarico in oggetto. A tale riguardo si evidenzia che quasi la totalità degli elementi del team ha maturato una ottima esperienza nel settore TLC¹³ nelle precedenti attività di *audit* effettuate sul Gruppo Gateway e su altri clienti operanti nel medesimo settore.

L'*auditor* ha, inoltre, provveduto a verificare che tutti i componenti del team abbiano frequentato i corsi obbligatori per incarichi US e FPI previsti per ciascun livello, sulla base dell'elenco del personale segmentato US risultante. Per le persone che da tale verifica sono risultate non segmentate è stato richiesto tempestivamente un aggiornamento della formazione obbligatoria per il personale operante sugli incarichi US e FPI compresi gli specialisti. Sulla base di tale analisi l'*auditor* ha così potuto confermare che le persone del team nello specifico *partner*, *manager* e *senior*, hanno esperienza e competenza adeguata per lo svolgimento dell'incarico in oggetto.

7.3.6.5 Requisiti d'indipendenza

L'*auditor*, attraverso specifiche verifiche, garantisce inoltre l'indipendenza da parte dei membri del team, secondo quanto previsto dalle vigenti *policy* interne e normative. In particolare è prevista l'acquisizione di conferme scritte (via posta elettronica) da parte di tutti i membri del team coinvolti nell'incarico che vengono allegate, ad evidenza, all'interno delle carte di lavoro. La società di revisione garantisce inoltre la rotazione del *Lead Audit Engagement Partner* dopo un periodo di 5 anni di svolgimento di incarico in ossequio a quanto previsto dalle normative statunitensi.

7.3.6.6 Attività di scoping del consolidamento

In qualità di revisori della Capo Gruppo Gateway SpA, gli *auditor* della stessa hanno la responsabilità per il rilascio del giudizio professionale sul bilancio consolidato dell'intero gruppo in ossequio a quanto previsto dal principio di revisione ISA 600 *clarity*.

¹³ Settore delle Telecomunicazioni.

A tale proposito, secondo quanto previsto dall'ISA 600 (p. 11), l'*Engagement Leader* è responsabile della direzione, supervisione e svolgimento dell'*audit* sull'intero Gruppo Gateway. Pertanto il revisore principale del Gruppo Gateway ha provveduto dapprima ad identificare le diverse entità da inserire *in scope*, al fine di poter esprimere un giudizio sul bilancio consolidato, e successivamente ad inviare specifiche istruzioni ai *Component Auditor* identificati per l'*audit* delle diverse società del Gruppo Gateway.

Al fine di differenziare lo *scope* sulle società appartenenti al Gruppo Gateway ai fini della revisione del bilancio consolidato del Gruppo, l'*auditor* ha considerato i seguenti aspetti:

- parametri di tipo quantitativo e di tipo qualitativo: a tale proposito si specifica che l'*auditor* ha valutato sulla base di alcuni parametri, di seguito descritti, la significatività delle diverse *reporting unit* dal punto di vista del peso di queste ultime sull'intero consolidato. La classificazione dei *report* (TYPE A e B) è stata elaborata in ragione della dimensione e del peso della *component* rispetto al Gruppo, nonché, sulla base di valutazioni qualitative;
- richieste specifiche del Cliente: in sede di predisposizione della proposta, il cliente ha richiesto l'estensione delle verifiche dell'*auditor* su tutte le *Reporting Unit* operative, che sono state pertanto incluse *in scope* (TYPE C).

A tale scopo il revisore principale del gruppo ha previsto, all'interno del proprio *scope* delle società appartenenti al perimetro di consolidamento, tre diverse tipologie:

- *Type A entities*: entità considerate di rilievo in ragione di aspetti qualitativi e quantitativi. Previsto un '*full scope audit*'¹⁴ sul *reporting package* predisposto ai fini del consolidato Gateway e prevista l'applicazione dell'*integrated audit approach* SOX 404;
- *Type B entities*: '*full scope audit*' sul *reporting package*. Non previsto l'impiego di un *integrated audit approach*;
- *Type C entities*: società individuate sulla base della materialità di gruppo sottoposte anch'esse alle procedure di '*full scope audit*' sul *reporting package*, senza la previsione dell'impiego di un *integrated audit approach*. Rispetto alle *Type B entities* per questa tipologia di società sono previsti dei *deliverables* (risultati finali) meno corposi.

All'interno delle istruzioni inviate, il *group engagement team* ha provveduto a comunicare ai diversi team coinvolti:

¹⁴ Revisione contabile completa.

- i principali rischi individuati e le aree di attenzione rilevanti;
- i livelli di materialità;
- la richiesta di attestazioni di indipendenza;
- le principali innovazioni introdotte nella metodologia dell'*auditor* per la revisione di gruppi FPI;

Centralmente il *group engagement team* ha provveduto a:

- verificare la predisposizione dei *deliverables* da parte dei *component offices*;
- svolgere l'analisi ed il *follow-up* di eventuali problematiche emerse e segnalate a livello locale dai *component auditor*;
- valutare la completezza del lavoro svolto dai *component auditor* e decidere in merito all'eventuale necessità d'integrazione alle analisi performate.

7.4 Conclusioni

Dall'analisi dei cambiamenti nelle normative statunitense ed italiana seguiti allo scoppio degli scandali finanziari dei primi anni 2000, e dallo studio pratico effettuato avente ad oggetto il procedimento di revisione legale dei conti di un FPI italiana quotata sia in Italia che alla Borsa di New York, si è giunti ad alcune conclusioni.

Da un punto di vista strettamente procedurale, il confronto tra le due normative (statunitense ed italiana) ha permesso di mettere in evidenza che:

- mentre la valutazione del sistema di controllo interno da parte del revisore, prevista dall'ordinamento italiano (precisamente dal principio ISA 315), è finalizzata alla decisione, da parte dello stesso revisore, se fare affidamento o meno, per lo svolgimento delle proprie verifiche, sui controlli interni attuati dalla società; la stessa valutazione, nell'ordinamento statunitense, mira alla formulazione di un giudizio su tale sistema, attraverso la procedura di *integrated audit*;
- in quest'ultimo caso, il revisore è incaricato di comunicare alla Direzione ed al Comitato per il Controllo tutte le lacune individuate nel corso della revisione contabile, determinando l'effetto che un eventuale parere negativo sul controllo interno possa avere sul suo giudizio sul bilancio. Sarà facoltà del revisore decidere se emettere un rapporto combinato (ad esempio, una relazione che contenga sia un giudizio sul bilancio d'esercizio sia un parere sul controllo interno sulla rendicontazione finanziaria) oppure due relazioni separate.

Inoltre si osserva una forte spinta normativa verso un continuo rafforzamento del sistema di controllo interno, spinta che negli Stati Uniti è stata maggiore proprio attraverso l'introduzione della sezione 404 del *Sarbanes-Oxley Act*. Questo ha reso necessaria una sempre maggiore attenzione di tutti i soggetti coinvolti sul tema della *governance* verso la ricerca di un giusto equilibrio tra il necessario rispetto delle disposizioni di legge e la definizione di un Sistema di Controllo Interno che sia efficace, ma al tempo stesso economicamente sostenibile.

Non è da escludere che anche nell'ordinamento italiano, in continua evoluzione, non vi possa essere negli anni futuri un avvicinamento alle disposizioni più stringenti previste dalla normativa SOX e ad un rafforzamento ancora maggiore circa la valutazione del sistema di controllo interno da parte del revisore.

BIBLIOGRAFIA

- ALLEGRI M., D'ONZA G. (2003), *Internal auditing e risk assessment: un'indagine empirica*, in «Auditing», n. 45.
- AMIGONI F. (1979), *I sistemi di controllo direzionale*, Milano, Giuffré.
- BAUER R. (2011), *La nuova revisione legale nei sistemi di controllo societario*, Milano, Ipsoa.
- BAVA F., DEVALLE A. (2012), *Le relazioni degli organi di controllo al bilancio*, Milano, Euroconference.
- BERNARDI D., DELFINO M., MARTINOTTI P. (2011), *Il controllo di qualità della revisione legale dei conti per il collegio sindacale, il revisore singolo e la società di revisione*, Milano, Egea.
- BIANCHINI M., DI NOLA C. (2010), *I controlli societari: molte regole e nessun sistema*, Milano, Egea.
- BLAIR M.M. (1995), *Ownership and Control. Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Washington, The Brookings Institutions.
- CADEDDU L., PORTALUPI A. (2011), *La revisione legale dei conti*, in «Il Sole 24 Ore».
- COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (1992), *Internal Control. Integrated Framework*, AICPA.
- COMOLI M. (2002), *I sistemi di controllo interno nella corporate governance*, Milano, Egea.
- CORBELLA S. (1999), *Il sistema di controllo interno*, Milano, Egea.
- CORBELLA S., PECCHINARI N. (1999), *Internal auditing*, Milano, Egea.
- CULP C.L. (2001), *The Risk Management Process. Business Strategy and Tactics*, New York, John Wiley & Sons.
- DE RUVO R. (2011), *Sindaci e revisori. Doveri, poteri e responsabilità*, Milano, Giuffré.
- GROSSI G. (1998), *Internal auditing: quali prospettive*, in Molteni M. (a cura di), *Verso una nuova concezione di Internal Auditing* (Atti del convegno ISVI, AIIA), maggio 1998, Milano, Egea.
- HARRIS C., GEASON L. (2012), *Dataline. A Look at Current Financial Reporting Issues*, PricewaterhouseCoopers LLP.
- LIVATINO M., PECCHIARI N., POGLIANI G. (2012), *Principi e metodologie di auditing*, Milano, Egea.
- LIVATINO M., PECCHIARI N., POGLIANI G. (2011), *Auditing. Il manuale operativo per la revisione legale dei conti*, Milano, Egea.
- MARINELLI U. (2008), *Revisione contabile principi e note metodologiche*, Torino, Giappichelli.
- MCNAMEE D., SELIM G. (1998), *Risk Management: Changing the Internal*

- Auditor's Paradigm*, Altamonte Springs, Institute of Internal Auditors Research Foundation.
- LOUIS H. (1962), *The American Institute of C.P.A. Past and Future*, in «The Journal of Accountancy», vol. 113.
- PESENATO A. (2012), *Manuale del revisore legale*, Assago, Ipsoa.
- PINI M. (2000), *Il sistema di controllo interno*, Milano, Egea.
- PONTANI F. (2011), *Auditing. Storia, tecnica, scienza. Un'evoluzione involutiva?*, Torino, Giappichelli.
- POWER M. (2002), *La società dei controlli*, Torino, Edizioni di Comunità.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2002), *Il sistema di controllo interno*, Progetto di Corporate Governance per l'Italia, in «Il Sole 24 Ore», Milano.
- SANDULLI M., SANTORO V. (2003), *Amministrazione controllo e bilancio nella riforma delle S.p.a. artt. 2380-2435bis c.c.*, estratto da *La riforma delle società*, Torino, Giappichelli.
- SHIMPI P.A. (2001), *Integrating Corporate Risk Management*, New York, Texere.
- SOLOMON J., SOLOMON A. (2004), *Corporate Governance*, UK, John Wiley & Sons.
- SPALLINI S. (1992), *La revisione e la certificazione dei bilancio annuali d'impresa negli Stati Uniti*, Napoli, Edizioni scientifiche italiane.
- TROINA G. (2013), *Le revisioni aziendali*, Milano, FrancoAngeli.
- WHITE B.J. (1980), *Internal Control in US Corporations*, New York, Financial Executive Research Foundation.

*Un esempio 'da manuale' di corporate governance fallimentare:
il caso Guru*

Paola Demartini, Marco Borzelli

8.1 *Introduzione: obiettivi e research question*

La *corporate governance* ha assunto nell'ultimo decennio un ruolo predominante nelle dinamiche societarie, anche per effetto della crisi economica e dei problemi finanziari che hanno investito le economie mondiali.

Negli anni Ottanta l'espressione *corporate governance* fu usata prevalentemente nel mondo anglosassone per richiamare una fattispecie molto critica e piuttosto circoscritta, ossia la problematica della configurazione e del funzionamento dei Consigli di Amministrazione delle grandi imprese quotate in borsa e, in particolare, delle imprese caratterizzate dalla cosiddetta 'separazione tra proprietà e *management*'.

Successivamente l'espressione in esame è andata a coprire una problematica molto più ampia includendo anche i temi degli assetti proprietari ed estendendosi a tutte le tipologie di imprese, quotate o meno.

La maggiore attenzione sulle tematiche di *corporate governance* nasce principalmente dagli scandali finanziari (Enron, Parmalat, Royal Ahold) che hanno portato all'emergere di numerosi casi di illeciti, quali la diffusione di dati contabili falsi, l'effettuazione di operazioni in conflitto d'interesse, la dichiarazione fraudolenta e infedele, ecc.

I suddetti scandali hanno messo a dura prova il sistema economico, sociale e finanziario dei Paesi nei quali si sono verificati, ed hanno dimostrato come un efficiente sistema di *corporate governance* possa rivestire un ruolo vitale per il corretto funzionamento dell'intero sistema economico.

Questo è stato il motivo che ha contribuito all'avvio del *case study* presentato in questo capitolo: analizzare e verificare l'importanza di un'efficiente *corporate governance* facendo riferimento alla forma societaria tipica del nostro tessuto economico nazionale, ovvero una piccola media impresa

a responsabilità limitata, caratterizzata da disposizioni meno rigide di quelle previste per le SpA quotate e le SpA in generale.

In particolare, attraverso lo studio della Jam Session Srl, fondatrice del marchio Guru, si è analizzato un classico esempio di società italiana non quotata, che ha raggiunto il successo internazionale in brevissimo tempo, ma che non possedeva quei sistemi di gestione e controllo necessari per il mantenimento di tale successo.

Il fine ultimo, dunque, è quello di individuare soluzioni per eliminare le diverse problematiche gestionali, spesso presenti nei modelli a struttura proprietaria chiusa.

8.2 Case study: *l'analisi del caso Guru*

Un esempio di cattiva gestione aziendale e di un sistema di controllo inadeguato riguarda la Jam Session Srl; una società avviata da Matteo Cambi, creatore di un *brand* 'Made in Italy' di enorme successo.

Prendendo come riferimento i casi fallimentari di grandi multinazionali (Parmalat ed Enron su tutte), l'elaborato intende focalizzarsi su un tipico caso italiano ovvero una piccola-media impresa familiare che ha raggiunto in poco tempo, tramite un'idea innovativa, le primissime posizioni nel settore dell'abbigliamento ma che, successivamente, non ha avuto le qualità adeguate per mantenere tale successo.

8.2.1 *Dalla costituzione dell'impresa al fallimento*

La Jam Session Srl, titolare del marchio Guru, è stata un'azienda che in soli sei anni è riuscita a creare un vero e proprio *emotional brand*, secondo quello che è il perfetto stile *new economy*: composta da un team manageriale giovane, dinamico e caratterizzata da un forte posizionamento del marchio nell'area dell'abbigliamento.

Il successo è stato raggiunto grazie ad un'ottima capacità creativa e di ricerca nell'area prodotto, ma soprattutto attraverso una comunicazione innovativa e altamente riconoscibile.

Tutto ebbe inizio nel 1999, anno nel quale l'appena ventiduenne Matteo Cambi, imprenditore parmigiano, fondò la Jam Session Srl e registrò il marchio Guru, rappresentato dal logo di una margherita, ovvero un *brand* semplice, efficace e facilmente rammentabile.

L'intuizione si rivelò subito vincente, tanto da far registrare un successo

da 200.000 magliette vendute la prima estate¹.

Tale risultato fu accompagnato da un'innovativa strategia di comunicazione basata sul *viral marketing* che favorì un'escalation di notorietà; i capi Guru furono indossati da personaggi dello sport, tra cui molti calciatori, dello spettacolo, del *jet set*, comparvero inoltre nelle discoteche e nelle spiagge più alla moda.

Sin dagli inizi la decisione di legare il marchio all'*appeal* di personaggi famosi e di locali *trendy* risultò motivo di attrazione per un pubblico vastissimo.

Le regole del *marketing* vennero, in tal modo, scardinate.

Infatti, anziché entrare nel mercato con una strategia strutturata e tradizionalmente intesa, Guru sperimentò in modo immediato un non premeditato *viral marketing*, ovvero, un passaparola che scatenò un clamore ancora più potente ed efficace di qualsiasi immagine pubblicitaria.

Successivamente, la comunicazione *word of mouth* venne affiancata da quella tradizionale attraverso ingenti investimenti realizzando un modello integrato ed articolato che consentì di essere più vicini al consumatore².

Da un punto di vista economico, i primi risultati significativi furono raggiunti, già nel secondo anno di attività, realizzando un fatturato, solo sul mercato italiano, che superò 1,2 milioni di euro.

Il 2002 rappresentò l'anno dell'esplosione di Guru, come fenomeno sia di moda che sociale. L'azienda, infatti, chiuse l'anno con un fatturato di oltre 10 milioni di euro, con crescita tipica da *new economy* e la distribuzione di oltre 3 milioni di capi, diventando un marchio internazionale.

Tuttavia, la vera sfida vinta da Matteo Cambi fu quella di consolidare il fenomeno.

8.2.2 Il consolidamento

Alla fine del 2003, a soli tre anni dalla nascita dell'azienda, il creatore del logo della margherita si trovò tra le mani un marchio che fatturava 39 milioni di euro con un utile netto del 13%.

Dopo cinque anni di crescita frenetica, quindi, giunse il momento del consolidamento societario.

Dal 2003, infatti, Jam Session realizzò tutti i passi necessari per trasformare il marchio Guru da fenomeno di boom a *brand* saldamente

¹ <[http://it.wikipedia.org/wiki/Guru_\(azienda\)](http://it.wikipedia.org/wiki/Guru_(azienda))> (ultimo accesso 10.11.2012).

² <<http://www.businessonline.it/6/StrategieManagement/1440/case-history-aziendali-guru-magliette-felpe-con-margherita-successo-impresoria-giovanile.html>> (ultimo accesso 10.11.2012).

consolidato, con una diffusione europea ed internazionale.

La 'Margherita' esordì sui mercati europei, in cui è attualmente impegnata, al fine di espandere e rafforzare l'organizzazione aziendale: Francia, Olanda, Germania, Grecia ai quali si aggiunsero nel 2004 Spagna, Inghilterra, Portogallo, Russia, Austria e Svizzera.

Negli anni successivi, la diffusione dei punti vendita che abbracciarono Guru sul fronte europeo tradì un successo che seguì gli stessi ritmi di quello italiano. In Francia, ad esempio, la coerenza con le richieste del mercato d'Oltralpe, portò Guru ad una presenza capillare in 300 negozi, oltre ad un *corner* nelle *Galleries Lafayette*³.

Tuttavia, per rafforzare la posizione dell'azienda sul mercato internazionale, il primo passo fu l'apertura al *management* esterno.

L'obiettivo era quello di dotare la società di un organigramma solido aggregando figure professionali giovani, dinamiche e preparate che potessero portare una visione esperta ma esterna.

In particolare, il 9 settembre 2004, l'Amministratore Unico della Jam Session Srl Matteo Cambi decise di avviare un processo di riorganizzazione societaria al fine di giungere ad una struttura di gruppo ad *holding* che permise di separare le attività di alta gestione strategica dalle attività tipiche della gestione caratteristica⁴.

Matteo Cambi, dunque, realizzò il predetto processo di riorganizzazione prevedendo in linea di principio che:

- la Jam Session Srl procedesse alla costituzione di due società a responsabilità limitata, la Jam Session Holding Srl e JS Srl;
- la Jam Session Srl conferisse la propria azienda a favore della neo-costituita Jam Session Holding Srl prevedendo un congruo sovrapprezzo;
- la Jam Session Holding, non appena ricevuta l'azienda da Jam Session Srl conferisse l'intero suo patrimonio, ad esclusione dei marchi e delle partecipazioni eventualmente detenuti, a favore di JS Srl prevedendo un congruo sovrapprezzo;
- la Jam Session e la JS Srl, non appena realizzate le operazioni di conferimento, cambiò la propria denominazione sociale rispettivamente in Jam Session Project Srl e Jam Session Srl;
- la Jam Session Project Srl provvedeva a compiere una scissione totale non proporzionale in modo tale che i soci detengano nel Gruppo Jam Session una quota di partecipazione esattamente

³ <<http://www.pambianconews.com/>> (ultimo accesso 10.11.12).

⁴ Vedi *Relazione sulla gestione dell'Amministratore Unico* (2004).

corrispondente alla quota detenuta in precedenza⁵.

Tuttavia la novità principale realizzata nel 2004, in riferimento al processo di riorganizzazione interna, riguardò l'introduzione della figura del Direttore Generale Patrick Nebiolo, il quale ammise di avere avuto un compito impegnativo, condensato nelle righe del suo progetto a medio-lungo termine:

- completare il *total look* Guru in un'ottica di collezione;
- estendere la gamma prodotti anche fuori dall'area abbigliamento;
- presidiare i mercati esteri con il sostegno del neo direttore commerciale Marco Babà, portando la quota di *export* a rappresentare il 50% del fatturato⁶.

La scelta del *manager*, quindi, espresse il bisogno, crescente nelle aziende di moda, di attingere alle competenze in ambiti diversi, per un miglior confronto con il mercato di riferimento.

8.2.3 L'espansione

Nel 2005 la Jam Session Holding Srl lavorò nell'ottica dell'organizzazione societaria a supporto delle attività commerciali ed industriali necessarie per lo sviluppo ed il progetto industriale. La società parmense operò un costante sforzo per la gestione dei marchi aziendali sostenendo costi ingenti e garantì, con la propria struttura manageriale, i supporti organizzativi alle società controllate.

Per consolidare ed espandere la propria attività, la società effettuò numerosi investimenti, i quali causarono il ricorso al finanziamento esterno, come programmato nel corso dell'esercizio precedente (2004)⁷.

L'indebitamento del Gruppo della 'Margherita' fino al 2005 era quasi nullo. Solo dopo che la Jam Session cominciò ad acquisire diversi negozi in tutto il mondo, costati all'incirca un milione di euro ognuno, i debiti verso le banche cominciarono a crescere. La focalizzazione sull'Europa difatti non impedì alla società di guardare oltre confine. Per il 2005 tra i mercati che mossero l'interesse del *brand* figurarono il Giappone, gli Usa e gli Emirati Arabi, considerati strategici ai fini della propria espansione.

Per lo sviluppo di questo progetto il Gruppo Jam Session progettò la trasformazione della forma aziendale da società a responsabilità limitata a società per azioni.

Infatti, nel 2005, l'organo assembleare approvò la formazione e la

⁵ Vedi verbale dell'assemblea 15 giugno 2006.

⁶ <<http://archiviostorico.corriere.it/2004/dicembre/06/>> (ultimo accesso 10.11.2012).

⁷ Vedi *Relazione sulla gestione del bilancio consolidato* (31.12.2005).

nomina del Collegio Sindacale composto da tre membri effettivi e due supplenti. La stessa assemblea, secondo quanto previsto dalle disposizioni del codice civile, affidò il controllo contabile alla società di revisione Analisi SpA con sede in Reggio Emilia⁸.

La Jam Session Holding Srl inoltre, acquistò il marchio di jeans Blue Blood da un Gruppo olandese per circa cinquanta milioni di Euro, operazione che in parte andò a gravare sulle banche. La collaborazione con la società del Gruppo Blue Blood ebbe come obiettivo quello di consentire ad entrambe le aziende di confrontarsi e di crescere in termini di qualità, fatturato e copertura geografica.

L'Amministratore Unico Matteo Cambi ha sempre considerato l'apporto della comunicazione fondamentale per veicolare al pubblico il credo estetico di Guru⁹.

Nel 2005 la percentuale di crescita degli investimenti pubblicitari, di comunicazione, *marketing*, eventi e promozioni si assestò su un +13% ovvero il 15/20% del fatturato aziendale.

Tali investimenti riguardarono principalmente le sponsorizzazioni nel mondo sportivo. Il nome del marchio parmense affiancò, dapprima, il Parma Calcio, per poi estendersi al mondo della Formula Uno attraverso la sottoscrizione di un contratto di sponsorizzazione di tre anni con il team Renault Formula Uno e, in particolare, con Fernando Alonso.

Accanto ad iniziative di *sponsorship* eclatanti, infine, l'azienda coltivò la consuetudine di dare il proprio contributo finanziario al tessuto sociale della città di Parma, erogando fondi ad iniziative meritevoli di sostegno.

8.2.4 Il declino

L'attività svolta nel 2006, invece, si incentrò sulla necessità, dopo anni di sviluppo delle vendite, di consolidare il Gruppo e ottimizzare processi e produzioni¹⁰. Tutta l'attività che si concluse nel 2007 fu infatti rivolta alla creazione di un gruppo di lavoro in grado di costituire la base per il ciclo di sviluppo successivo.

Per quanto attiene il sistema di amministrazione e controllo utilizzato dalla società parmense, il cambiamento più importante realizzato nel 2006 riguardò l'organo amministrativo, ovvero si passò ad una forma di amministrazione collegiale eliminando la figura dell'Amministratore Unico. Il nuovo Consiglio di Amministrazione fu così composto:

⁸ Vedi Verbale dell'assemblea (30 maggio 2007).

⁹ <<http://www.pambianconews.com/>>, 1 marzo 2005 (ultimo accesso 10.11.2012).

¹⁰ Vedi *Relazione sulla gestione dell'Amministratore Unico* (2006).

- Matteo Cambi (Presidente del CdA);
- Simona Vecchi;
- Gianluca Maruccio De Marco.

Tuttavia, il 2006 venne visto da molti come l'inizio del declino del Gruppo Jam Session.

Tutto partì da una normale verifica fiscale nel dicembre del 2006. La Finanza individuò subito una serie di fatture per operazioni inesistenti e, più i controlli andavano in profondità, più diventavano alti gli importi rivolti per fini personali dei tre a capo della Guru.

In tre anni, Matteo Cambi, la madre Simona Vecchi e Gianluca Maruccio De Marco portarono via dalle casse dell'azienda 54.240.000 euro creando dissesto economico e finanziario nelle società del Gruppo. I titolari bruciarono circa trentaquattro milioni di euro per spese volutarie, presi direttamente dalle casse societarie, e rigirarono oltre ventidue milioni di euro a titoli di varie consulenze riconducibili a società o conti correnti degli stessi.

Tuttavia, il crac multimilionario del Gruppo parmense esplose principalmente a causa di un documento scomparso¹¹.

La revisione contabile, realizzata dalle Analisi SpA di Reggio Emilia, doveva essere allegata al bilancio del 2006 che, per l'azienda di abbigliamento, durò solo dieci mesi (chiusura di bilancio il 31.10.2006). Se ne trovò traccia solamente nei verbali di assemblea mentre i fogli in cui furono riportate tutte le criticità della situazione finanziaria sparirono dai documenti ufficiali, segno di una gestione inefficiente e inadeguata.

L'incongruenza principale riguardò proprio il deposito della Relazione di Bilancio che, per legge, dovrebbe essere pubblicata entro quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio.

In questo caso specifico, la data prevista era quella del 28 febbraio che, in casi eccezionali, può essere protratta fino al sesto mese oltre la chiusura dell'esercizio (30.04.2007). Il bilancio, invece, fu depositato il 29 maggio 2007, data in cui si tenne l'Assemblea del collegio dei sindaci.

Anche la coincidenza dei due avvenimenti fu significativa: solitamente il bilancio dovrebbe essere depositato con anticipo rispetto all'assemblea al fine di dare il tempo agli amministratori di leggere il plico ed eventualmente prendere le debite informazioni.

Tutto ciò fu segno evidente che qualcosa non andasse e che non si sapesse come porvi rimedio.

Il 2006, inoltre, fu l'anno delle note di debito mandate a pioggia fra i

¹¹ <<http://parma.repubblica.it>>, 7 agosto 2008 (ultimo accesso 20.11.2012).

fornitori e i collaboratori del marchio, le quali andarono ad alterare le voci di bilancio in modo del tutto illecito¹².

Il sistema fu utilizzato con l'obiettivo di gonfiare i bilanci in crisi del Gruppo Jam Session anche se, di fatto, non vi furono entrate reali nelle casse societarie.

La società parmense iniziò ad utilizzare le false note di debito in modo sistematico.

Accadeva, quindi, che chi prestava a Guru la propria prestazione emettesse fattura e ricevesse il pagamento come pattuito. Successivamente, gli stessi beneficiari dei pagamenti ricevettero una nota di debito, ovvero una sorta di richiesta di denaro che, nella società, venne giustificata come un errore contabile.

Di fatto, non vi fu nessuna restituzione di denaro, ma i bilanci del Gruppo ne traevano vantaggio.

È possibile sottolineare, dunque, come sia mancata una gestione e un monitoraggio oculato del settore finanziario del Gruppo.

Sempre nel 2006, infine, è necessario focalizzare l'attenzione sullo scioglimento del rapporto contrattuale tra Patrick Nebiolo, direttore generale della società, e il Gruppo di Matteo Cambi che molti giudicarono profetico: fatto di cause, azioni di responsabilità e i sospetti che l'impero della 'Margherita' sarebbe crollato¹³.

Al centro del licenziamento di Nebiolo ci sarebbe stata l'accusa di sopravvalutazione del marchio di jeans Blue Blood il cui 52% fu rilevato dalla Jam Session Holding Srl per circa cinquanta milioni di euro. La stessa quota fu poi rivenduta, ad un costo molto inferiore, al Gruppo olandese da cui era stata acquistata.

Il valore della jeanseria, dunque, fu gonfiato a dismisura con l'obiettivo di nascondere operazioni illecite pesando sull'assetto finanziario ed economico del Gruppo italiano.

Quindi, vista la situazione di dissesto del Gruppo, il Presidente del Consiglio di Amministrazione, Matteo Cambi decise di alienare la propria attività commerciale ed industriale.

Il 6 maggio 2008, infatti, il Gruppo indiano Bombay Rayon Fashion Limited, azienda operante nel settore tessile da più di venti anni, sottoscrisse un contratto d'affitto con la Jam Session Holding Srl attraverso il quale prese in gestione l'attività di commercializzazione e di *retail business* dei capi Guru.

¹² <<http://parma.repubblica.it>>, 28 luglio 2008 (ultimo accesso 22.11.2012).

¹³ <<http://parma.repubblica.it>>, 11 luglio 2008 (ultimo accesso 27.11.2012).

Il vantaggio principale ottenuto dalla società con sede a Mumbai fu quello di accedere dalla porta principale ad un mercato che da sempre rappresenta un modello nel mondo della moda.

8.2.5 *Il fallimento*

Il 7 luglio 2008 la procura di Parma domandò a Matteo Cambi di consegnare i libri contabili della società.

Successivamente, il Pubblico Ministero Lucia Russo chiese il fallimento per la società del *brand* Guru schiacciata da un debito di milioni e milioni di euro; la richiesta del Pm avvenne nell'ambito dell'udienza in cui l'azienda presentò il concordato preventivo¹⁴.

Il sogno di Matteo Cambi, dunque, finì. Davanti ad un debito di oltre cento milioni di euro, creditori e procura chiesero il fallimento dinanzi al collegio giudicante.

Dopo il fallimento dichiarato dal tribunale di Parma, la Guardia di Finanza di Bologna arrestò Matteo Cambi, Simona Vecchi e Gianluca Maruccio De Marco.

I reati contestati furono:

- bancarotta fraudolenta;
- falsa comunicazione sociale;
- illecita ripartizione di utili e riserve sociali;
- indebita restituzione di conferimenti;
- infedeltà patrimoniale;
- formazione fittizia del capitale sociale.

L'arresto scattò dopo la richiesta di fallimento, in quanto, Gianluca Maruccio De Marco, amministratore di fatto della società, chiese la smobilizzazione di una serie di titoli per un importo di 500.000 euro in assegni circolari da 9.000 euro cadauno.

L'operazione fu congelata. Gli uomini della Guardia di Finanza pensarono che i tre ex amministratori si stessero dando alla fuga¹⁵.

Simona Vecchi confessò le proprie colpe in un interrogatorio durato dodici ore. Rispose in prima persona delle proprie responsabilità nella gestione aziendale.

Secondo le dichiarazioni di quest'ultima, inoltre, fu il compagno Gianluca Maruccio De Marco colui che gestì i pagamenti in nero a favore del Gruppo della 'Margherita' e che preparò le buste indirizzate a Matteo

¹⁴ <<http://parma.repubblica.it>>, 7 luglio 2008 (ultimo accesso 27.11.2012).

¹⁵ <<http://parma.repubblica.it>>, 26 agosto 2008 (ultimo accesso 10.11.2012).

Cambi e alla stessa Simona Vecchi.

Parte delle operazioni illecite vennero effettuate all'estero, per lo più in Inghilterra, dove il denaro transitò dalle filiali del Gruppo alle Società private dei tre ex amministratori¹⁶.

Successivamente la Finanza cercò di ricostituire il debito della società indagando prevalentemente sulla supervalutazione e cessione non solo del marchio Blue Blood, ma dello stesso *brand* Guru che, nel 2007, fu ceduto dalla Jam Session Holding Srl alla Jam Session Srl, ovvero all'azienda operativa del Gruppo.

Il *deficit* patrimoniale della società fu di oltre sessanta milioni di euro, a cui si aggiunsero i debiti verso fornitori, per un buco complessivo di circa cento milioni di euro¹⁷.

Il 18 dicembre 2007 arrivarono circa 700 richieste alla cancelleria fallimentare da parte dei creditori; 500 furono le insinuazioni presentate per Jam Session Srl, 170 quelle presentate per Jam Session Holding Srl e venti le richieste di denaro per Jam Session Retail.

Tuttavia, è necessario sottolineare che, a differenza di Matteo Cambi, Simona Vecchi e Gianluca Maruccio De Marco diedero la totale disponibilità a risarcire i creditori del Gruppo tramite la cessione di beni anche privati, ossia quelli acquistati prima del crac societario.

Il 27 novembre 2008 venne raggiunta un'intesa tra le parti per i patteggiamenti dei tre ex titolari della società. Gli avvocati difensori stipularono un accordo per il risarcimento; una pena di quattro anni e una cifra compresa fra i venti e i ventuno milioni di euro¹⁸.

8.2.6 *Il passaggio di proprietà: la nuova proprietà indiana*

Dopo il terremoto ci fu il tempo delle attese, come detto in precedenza, nel Maggio del 2008, la società indiana Bombay Rayon Fashion Limited (BRFL Ltd) sottoscrisse un contratto d'affitto prendendo in gestione l'attività di commercializzazione e di *retail* dei capi Guru.

Dopo il fallimento, quindi, si parlò per lungo tempo del Gruppo indiano, pronto ad acquisire la Jam Session Holding Srl a fronte di circa trentatré milioni di euro.

Le rappresentanze sindacali, ascoltando le preoccupazioni dei lavoratori, decisero di appoggiare la cordata d'imprenditori indiani in quanto il contratto di locazione prevedeva un obbligo di acquisto anche in caso di

¹⁶ <<http://parma.repubblica.it>>, 8-9 settembre 2008 (ultimo accesso 29.11.2012).

¹⁷ <<http://parma.repubblica.it>>, 11 luglio 2008 (ultimo accesso 29.11.2012).

¹⁸ <<http://parma.repubblica.it>>, 18 dicembre 2008 (ultimo accesso 29.11.2012).

fallimento della società parmense in modo tale da garantire continuità alla vita aziendale.

Successivamente, la situazione però si fece molto più complicata. L'8 agosto 2008 il curatore fallimentare Gino Capelli, in accordo con il tribunale, optò per pubblicare su «Il Sole 24 Ore» un bando d'asta per la cessione del Gruppo della 'Margherita'¹⁹.

Il diritto di opzione in capo alla società indiana, quindi, venne annullato. Anche la Bombay Rayon Fashion doveva presentare un'offerta entro il termine ultimo fissato, ovvero, l'8 settembre 2008.

Le offerte presentate furono due, ma a vincere il bando d'asta fu la stessa Bombay Rayon Fashion con un'offerta di 26.500.000 euro. Dalla cifra furono detratti una serie di oneri sostenuti nella gestione come ad esempio le spese sostenute per stipendi e arretrati a favore dei dipendenti.

Iniziò una nuova era per il *brand* 'Made in Italy' sia in termini di gestione e controllo, ma soprattutto in termini di idee e sviluppo del marchio.

Nella primavera del 2008, mediante il contratto di locazione descritto in precedenza, la Bombay Rayon Fashion Ltd restituì vitalità ad un'azienda tecnicamente morta.

Grazie ad un mix di entusiasmo, elevatissima professionalità ed ingenti investimenti, le principali attività d'impresa ripartirono: produzione, consegne, campionari, fiere ed aperture di nuovi punti vendita²⁰.

La capacità principale di Prashant Agrawall, Amministratore delegato della Bombay Rayon Fashion, fu quella di comprendere l'azienda. Prima verificò ogni parametro, capì l'organizzazione, il suo funzionamento e solo dopo, iniziò a gestirla e a controllarla.

Il progetto di sviluppo fu ideato miscelando parte della vecchia gestione con le nuove idee.

Il 5 giugno 2008 il Gruppo indiano costituì la BRFL Italia Srl e in data 7 giugno 2008 avviò le proprie attività relative al marchio Guru²¹.

L'obiettivo fu di sviluppare ed espandere il mercato in una visione internazionale, rafforzando la rete distributiva con negozi monomarca e, inoltre, di consolidare una clientela fidelizzata garantendo una copertura totale del territorio nazionale.

La difficile situazione in cui si trovava la Jam Session, dovuta principalmente al blocco delle consegne e alla paralisi di tutte le attività operative, ebbe un impatto assai rilevante sull'attività svolta dalla BRFL Italia nel corso del primo esercizio (2009).

¹⁹ <<http://parma.repubblica.it>>, 8 settembre 2008 (ultimo accesso 10.11.2012).

²⁰ <<http://parma.repubblica.it>>, 2 settembre 2008 (ultimo accesso 10.11.2012).

²¹ Vedi *Relazione sulla gestione* BRFL Italia Srl (2009).

Anche se la nuova società lavorò per il recupero di tutti rapporti esterni (fornitori, agenti, canale *wholesale*, ecc.), le inefficienze furono molteplici e causarono costi straordinari molto elevati.

Tuttavia, il diretto ed assiduo impegno dei proprietari del Gruppo indiano nella piccola realtà di Guru portò, fin dall'inizio, fiducia e vitalità all'azienda.

Le sinergie e il supporto finanziario ingente da parte del gruppo di appartenenza, garantirono la realizzazione di significative economie nel costo di acquisto del prodotto. Quest'ultime, consentirono, alla società di conquistare una posizione competitiva unica all'interno del proprio mercato. L'integrazione, inoltre, consentì di migliorare la velocità d'immissione sul mercato del prodotto, con conseguente risposta rapida ai cambiamenti del mercato al dettaglio.

Mediante un'attenta analisi di bilancio del 2009, è evidente come il Gruppo indiano garantì negli ultimi mesi un supporto al marchio Guru mediante un costante sostegno finanziario e la presenza diretta del Direttore Generale della Capogruppo.

In riferimento al sistema di amministrazione e controllo utilizzato dal Gruppo indiano, il 2009 fu un anno di radicali cambiamenti.

In particolare, il verbale redatto dall'organo assembleare evidenziò come il Consiglio di Amministrazione non è più composto da tre soggetti, bensì da quattro componenti:

- Agrawal Prashant (socio unico);
- Patel Hiteskumar;
- Paolo Camillo Carmignani Tirelli;
- Marco Bacà.

Inoltre, alla luce della nuova organizzazione aziendale, l'assemblea determinò nuovamente i compensi per i membri del Consiglio di Amministrazione. Il compenso complessivo da attribuire all'organo amministrativo è, tutt'ora, 470.000 euro, al lordo dei contributi e delle ritenute fiscali di legge che verranno poi suddivisi anche in funzione delle deleghe affidate a ciascun consigliere.

Il controllo contabile, infine, non è più esercitato da una società esterna di revisione, ma dal Collegio Sindacale, all'interno del quale vengono rispettate tutte le disposizioni previste dal Codice Civile.

L'esercizio che si chiuse a marzo del 2010 fu ancora più difficile di quanto previsto²².

Alla generale flessione delle vendite, dovuta principalmente per il perdurare della crisi economica e per il calo dei consumi, si aggiunsero costi

²² Vedi *Relazione sulla gestione* BRFL Italia Srl (2010).

non preventivabili, connessi all'aumento delle materie prime, ai continui sbalzi dei tassi di cambio e a proprie inefficienze societarie²³.

Gli investimenti posti in essere dalla multinazionale BRFL furono rivolti principalmente per il progetto Retail, ovvero la realizzazione di una rete aziendale di punti vendita Guru, attuata attraverso l'apertura di nuovi negozi e la definizione di una nuova formula commerciale riguardante la tipologia e la localizzazione.

Nel corso del 2010, infine, iniziò un'attenta analisi dei costi, alcuni dei quali ancora derivanti dalla pesante eredità della passata gestione, che portò ad una drastica riduzione di essi, senza alcuna penalizzazione in termini organizzativi.

È necessario, quindi, procedere all'analisi e alla valutazione delle due principali aree attraverso le quali viene svolta l'attività della società:

- area Licenze e *Wholesale*;
- area *Retail* e *Franchising*.

Per quanto riguarda l'area Licenze e *Wholesale* la multinazionale indiana costituì una società dedicata, BRFL Italia Licensed Srl, al fine di possedere un veicolo societario rivolto al *business* Licenze, dotato di autonomia ed in grado di sviluppare al meglio un progetto ritenuto strategico dal *management*, soprattutto in termini di *brand extension*.

Gli interventi nell'Area *Retail*, invece, furono diversi e molto costosi.

Infatti, a fronte di costi fissi invariati, connessi soprattutto ai negozi *full price* ereditati dalla gestione precedente, ci fu un significativo calo del fatturato (30%).

Per aumentare le vendite si puntò principalmente sugli *outlet* (che attualmente rappresentano la meta principale dei consumatori) e sullo sviluppo della rete *franchising* (vista la sua importanza in riferimento alla penetrazione nel mercato cinese).

È necessario, infine, osservare come la società BRFL Italia Srl avviò una politica ambientale innovativa, ponendo particolare attenzione al rispetto di tutela dell'ambiente e della salute sui luoghi di lavoro. A questo proposito il Gruppo indiano affidò ad una Società esterna, Sicura/Leonardo, esperta in materia di sicurezza e prevenzione, la gestione di tutti gli adempimenti necessari, la documentazione richiesta dai vari enti e la formazione del personale.

L'esercizio 2009-2010, dunque, mise in luce tutti i punti di debolezza della Società, emersi anche grazie ad un sistema informativo efficiente in grado di fornire in tempo reale le informazioni gestionali.

²³ Vedi *Relazione sulla gestione* BRFL Italia Srl (2010).

Nel 2011 la situazione economia e finanziaria della Società non cambia. Anche nell'esercizio attuale è emerso, infatti, che il mantenimento dell'equilibrio finanziario è reso possibile solo grazie al sostegno della Capogruppo²⁴.

Vista la situazione delicata in cui si trova il marchio Guru, il Consiglio di Amministrazione ha prontamente iniziato una difficile operazione di ristrutturazione aziendale con l'obiettivo di porre fine, il prima possibile, al *trend* negativo.

Tale attività si sostanzia in un drastico taglio di tutti i costi, nella chiusura del *Wholesale department* e nell'individuazione di quei negozi non redditizi, con conseguente chiusura.

La vendita all'ingrosso è un dipartimento che, all'interno della società, ha sempre generato gravi perdite e costi rilevanti. Gli investimenti realizzati per supportare il *business wholesale*, attraverso la partecipazione a fiere e manifestazioni di settore, sono stati elevati e hanno registrato un ritorno a livello economico insignificante.

Oltre a queste ragioni economiche un'ulteriore problema riguarda l'aspetto finanziario, in quanto i produttori vengono pagati normalmente alla consegna della merce, a fronte di pagamenti dei clienti endemicamente in ritardo.

Questo ha provocato momenti di grave tensione finanziaria.

Quindi le inefficienze ed i costi del *Wholesale department* hanno messo a rischio l'intera Società.

Se a ciò viene associata la mancanza di prospettive di rilancio, dovute all'attuale situazione di mercato nazionale, la conclusione è stata quella di procedere senza indugio alla ridefinizione di tale dipartimento e ad una drastica riduzione dei costi di struttura.

L'organo amministrativo, con il supporto finanziario e l'impegno del socio unico, ha quindi deciso di puntare nel breve termine su una struttura *retail company* mantenendo l'attuale rete di negozi in Europa e sviluppando il *Retail* in mercati quali India e Cina.

Anche il *retail business* ha rilevato, nel corso dell'esercizio 2011, marginalità di crescita molto basse ed è per questo motivo che l'attuale situazione di mercato in Europa consiglia un consolidamento della struttura di negozi già esistente, piuttosto che una politica di espansione.

L'obiettivo, pertanto, è quello di migliorare qualitativamente gli attuali negozi ed al contempo non perdere occasioni che si possono presentare in un mercato così debole.

²⁴ Vedi *Relazione sulla gestione* BRFL Italia (2011).

In riferimento al futuro, la società ha previsto un miglioramento significativo della redditività aziendale, non solo per le azioni intraprese negli esercizi precedenti, ma anche grazie ad un maggior controllo sulle modalità e le tempistiche di spedizione di merce dall'India (fornitore più importante). La certezza di un approvvigionamento della merce, infatti, è un requisito essenziale per il successo della distribuzione *retail* ed è proprio per questo motivo che è l'obiettivo principale dell'azienda.

Il Gruppo indiano, infine, ha deciso di investire in maniera trasversale in due mercati: Italia e Cina.

Il mercato cinese è in forte crescita in termini di domanda di marchi d'abbigliamento occidentali. Difatti sono stati già aperti tre negozi a Shanghai, uno a Pechino e uno a Dalian.

L'obiettivo, in riferimento al mercato cinese, è quello di arrivare a sessanta nuove aperture nel corso del triennio 2011-2014, con un fatturato di quindici milioni di euro l'anno.

La BRFL Italia Srl ha valutato due possibili strade per raggiungere il suddetto obiettivo.

La prima consiste in una possibile *joint venture* con il *partner* cinese, mentre la seconda prevede di mantenere al momento gli accordi di distribuzione e poi procedere con la *joint venture*.

Nel settore nazionale, invece, la società dovrà investire in modo rilevante per lo sviluppo e la realizzazione di nuovi negozi in aree specifiche come aeroporti e stazioni, in quanto ritenuto fondamentale per la crescita economica.

8.3 *L'analisi di bilancio*

L'obiettivo del seguente paragrafo è analizzare i bilanci della società parmense nel periodo prefallimentare.

In particolare l'analisi qui presentata ha per oggetto il bilancio d'esercizio della Jam Session Srl, la società operativa del Gruppo Jam Session Holding Srl, relativi al periodo 2004-2006.

Come si avrà modo di evidenziare, il periodo di osservazione considerato, che esclude gli esercizi 2007 e 2008, non consente di individuare i 'segnali forti' delle difficoltà finanziarie (causate da operazioni illecite) che si manifesteranno solo nel corso degli esercizi successivi.

Tuttavia l'analisi che segue pone in luce alcuni degli elementi di criticità alla base della crisi societaria.

8.3.1 *Analisi di redditività*

L'analisi del Conto Economico mira a verificare l'attitudine dell'impresa a produrre un reddito sufficiente a coprire i costi e a generare profitti, in misura tale da mantenere un equilibrio che giustifichi gli investimenti effettuati²⁵.

Inizialmente è necessario sottolineare le differenze di valore, in tutte le voci di Conto Economico e Stato patrimoniale²⁶, tra il 2004 e il 2005.

Tali differenze mettono in luce non solo l'espansione da parte della 'Margherita' nel proprio settore, ma anche in termini gestionali, una politica realizzata da Matteo Cambi e dal suo *staff*.

Inoltre bisogna sottolineare che, con deliberazione dell'assemblea del 9 ottobre 2006, è stata anticipata la chiusura dell'esercizio sociale (a partire da quello del 2006), spostandola dal 31 dicembre al 31 ottobre. Tale scelta, adottata da tutte le società controllate del Gruppo, è stata dettata dalla necessità di adeguarsi alle caratteristiche del mercato della moda, dove operano le società controllate della Jam Session Holding Srl e nel quale il ciclo di produzione e vendita inizia nell'ultimo bimestre dell'anno solare e termina alla fine della stagione estiva²⁷.

Nel corso del periodo di osservazione, Jam Session Srl ha registrato una perdita nel primo esercizio per poi ottenere un risultato netto positivo nei due esercizi successivi (vedi Tab. 1).

La sua performance economica risulta fortemente crescente: nel 2006 era infatti pari a 1.593.590 euro, registrando una variazione positiva del periodo 2004-2006 del 95,2%.

L'osservazione dei margini del Conto Economico consente di evidenziare come l'incremento di maggior rilievo sia riferibile ai ricavi di vendita (+59386,7% tra il 2004 e il 2006), portando il reddito ante imposte, nel 2006, a 4.057.103 euro (+262,8%). Tale risultato è trainato dal notevole aumento del valore aggiunto che nel 2006 ha registrato un incremento non proporzionale rispetto all'andamento dei ricavi.

²⁵ M. FAZZINI, *Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali*, Ipsoa, Assago 2011.

²⁶ Fonte: motore di ricerca Cerved.

²⁷ Vedi *Nota integrativa*, 31.10.2006.

Tab.1 – Conto Economico Jam Session Srl (dati in euro10.000)

	2004	2005	2006
Ricavi totali	147.658	86.623.523	87.836.879
Variazione magazzino prodotti finiti	3.313.681	2.287.143	- 3.245.014
Variazione magazzino in lavorazione			
Lavori in economia			
Produzione dell'esercizio	3.461.339	88.910.666	87.836.879
Acquisti materie prime	3.543.830	29.953.706	28.897.176
Costi sostenuti dall'esterno	2.066.425	53.447.372	45.983.192
Variazione materie prime e di consumo			
Valore aggiunto	-2.148.916	5.509.588	9.711.497
Costo del personale	138.214	2.348.476	3.399.962
Margine operativo lordo	-2.287.130	3.161.112	6.311.535
Ammortamenti	30.352	557.754	996.154
Accantonamenti	145.968	305.877	
Risultato operativo	-2.463.450	2.297.481	5.315.381
Gestione finanziaria	-293.611	-1.131.967	-1.146.759
Risultato gestione ordinaria	-2.757.061	1.165.514	4.168.622
Risultato gestione straordinaria	265.650	259.223	-111.519
Risultato ante imposte	-2.491.411	1.424.737	4.057.103
Imposte	-818.027	1.409.510	2.463.513
Risultato netto	-1.673.384	15.227	1.593.590

La comparazione dei risultati economici pone in luce la preminenza del peso assunto dalla gestione caratteristica; il *Return On Investment-ROI* (dato dal rapporto tra Reddito Operativo e Capitale Investito Netto) è, infatti, cresciuto dal -13% al 13,4%. Tale indicatore, esprimendo il grado di efficacia ed efficienza della gestione aziendale, evidenzia come la Jam Session Srl, nel corso degli anni, avesse notevolmente migliorato la propria capacità di garantire un ritorno adeguato sugli investimenti tipici.

Come noto, un ROI elevato è in grado «di garantire costantemente la remunerazione dei finanziamenti ricevuti, sia a titolo di prestito sia di capitale di rischio ed auto finanziare il proprio sviluppo»²⁸.

Analizzando le componenti del ROI si riscontra come il ROS (Reddito operativo/Ricavi di vendita), interpretabile come il margine generato dall'attività caratteristica per la remunerazione del capitale investito, abbia un *trend* simile a quello del ROI ma meno stabile, mentre il *Turnover* (Totale ricavi/Capitale Investito Netto), ovvero il tasso di rotazione del capitale investito, tende a diminuire nell'ultimo esercizio, visto l'aumento delle attività correnti registrato nel 2006 (vedi Tab. 2).

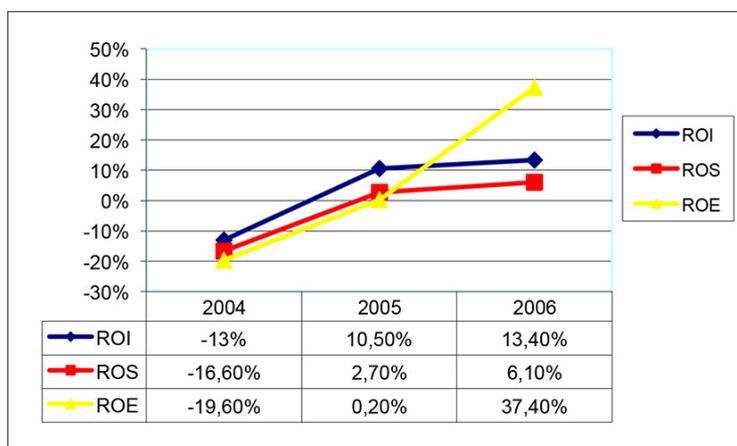
Tab. 2 – I valori del *Turnover*

	2004	2005	2006
TURNOVER	0,0077	3,472	1,601

La redditività dei mezzi propri, ROE (Reddito netto/Patrimonio netto), inoltre, mostra nei tre esercizi considerati un *trend* fortemente crescente, passando dal -19,6% al 30%, nonostante la contrazione del patrimonio netto.

L'aumento di quest'ultima voce è dovuta, principalmente, dall'apertura di negozi in tutto il mondo e ai numerosi investimenti in comunicazioni e sponsorizzazioni realizzati nel 2005.

Tab. 3 – Andamento degli indici di redditività



²⁸ C. TEODORI, *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino 2008.

È necessario infine sottolineare l'incidenza della gestione finanziaria sul risultato netto d'esercizio (vedi Tab. 4). Il valore degli oneri finanziari ha, infatti, sperimentato un incremento nel periodo di osservazione raggiungendo 1.438.495 euro, per effetto dell'aumento del ricorso all'indebitamento bancario, quest'ultimo passato da 10 a 49 milioni di euro tra il 2004 e 2006.

Tutto ciò ha inciso sul peso della gestione non caratteristica: il tasso d'incidenza di tale gestione (dato dal rapporto reddito netto/reddito operativo) è di fatto diminuito in maniera rilevante nel 2005 per poi raggiungere il 30% nell'ultimo esercizio.

Tab. 4 – I valori del tasso di incidenza della gestione non caratteristica

	2004	2005	2006
Tasso incidenza C.N.G.	67,9%	0,7%	30%

8.3.2 La situazione patrimoniale

L'analisi patrimoniale è finalizzata a verificare l'equilibrio fra investimenti e fonti di finanziamento nel medio periodo, nonché la correlazione con la redditività aziendale²⁹.

In particolare, la società parmense, in riferimento alla composizione degli impieghi³⁰, evidenzia un sostanziale squilibrio tra attivo circolante e attivo fisso netto (95:5).

La Jam Session Srl, dunque, presentava una struttura dell'attivo flessibile. (vedi Tab. 5)

Tab. 5 – Stato Patrimoniale Attivo (dati in Euro 10.000)

	2004	2005	2006
Liquidità immediate	9.567.555	5.963.015	4.512.306
Crediti a breve termine	17.471.273	35.230.575	68.163.884
Scorte	4.506.788	6.793.930	3.560.644

²⁹ FAZZINI, *Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali*, cit., p. 332.

³⁰ Fonte: motore di ricerca Cerved.

TOTALE ATTIVITÀ CORRENTI	31.554.616	47.987.520	76.236.834
Immobilizzazioni immateriali	161.656	206.826	975.014
Immobilizzazioni materiali	1.371.530	2.198.576	2.443.287
Immobilizzazioni finanziarie		433	433
Crediti a ML termine		9.834	4.736.346
TOTALE ATTIVITÀ FISSE	1.533.186	2.415.669	8.155.080
TOTALE ATTIVITÀ	33.087.802	50.403.189	84.391.914

L'analisi dello Stato Patrimoniale attivo sottolinea come il totale delle attività sia aumentato complessivamente del 155,1% tra il 2004 e il 2006. In particolare, con riferimento all'attivo circolante, si osserva una riduzione delle liquidità immediate e una notevole variazione positiva, in valori assoluti, dei crediti a breve termine (290,1%). Quest'ultima è causata principalmente da un aumento rilevante dei crediti verso clienti (+384,6%), realizzatosi nel periodo di analisi.

Tuttavia è presumibile che l'aumento di tale voce sia dovuto alle false note di debito inviate in modo sistematico a clienti e a fornitori a partire dal 2005, le quali avevano l'obiettivo di gonfiare i bilanci in crisi del Gruppo anche se, di fatto, non ci furono entrate reali nelle casse societarie.

In riferimento alle attività fisse, si è passati da 1.533.186 euro a 8.155.080 euro nel periodo di osservazione e ciò è dovuto, anche in questo caso, ad un aumento della voce 'crediti a medio lungo termine' che ha raggiunto, nel 2006, 4.736.346 euro.

La struttura delle fonti di finanziamento³¹ mostra un rilevante squilibrio patrimoniale che va accentuandosi nel corso del periodo di analisi (vedi Tab. 6).

³¹ Fonte: motore di ricerca Cerved.

Tab. 6 – Stato patrimoniale passivo (dati in Euro 10.000)

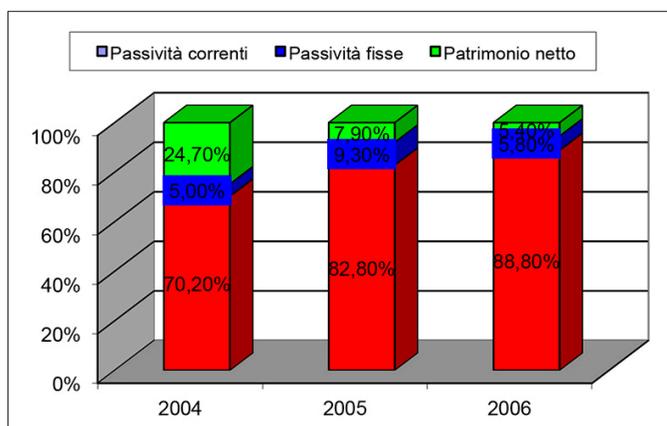
	2004	2005	2006
Debiti operativi a breve	14.080.311	25.452.546	29.537.321
Debiti finanziari a breve	10.161.559	16.296.971	45.411.002
TOTALE PASSIVITÀ CORRENTI	24.241.870	41.749.517	74.948.323
Debiti operativi a m/l	1.652.448	511.932	950.605
Debiti finanziari a m/l		4.000.000	3.640.000
Fondo TFR	88.792	184.293	293.618
TOTALE PASSIVITÀ FISSE	1.741.240	4.696.225	4.884.223
Capitale sociale	100.000	100.000	100.000
Riserve	10.110.950	3.842.220	2.865.778
Utili (perdite) portati a nuovo			
Utili (perdite) dell'esercizio	- 1.673.384	15.227	1.593.590
TOTALE PATRIMONIO NETTO	8.537.566	3.957.447	1.593.590
TOTALE PASSIVITÀ	34.520.676	50.403.189	84.391.914

Nel 2006 l'indebitamento rappresenta, infatti, il 94,6% circa del passivo (il 75,3% nel 2004), dato che segnala una struttura patrimoniale fragile (vedi Tab. 7), causata principalmente da una netta contrazione del patrimonio netto (da 8.537.566 euro a 1.593.590 euro, tra il 2004 e il 2006).

Un ulteriore fattore di potenziale criticità è rappresentato dal peso dei debiti a breve termine sull'indebitamento complessivo, pari, nel 2006, al 93%. Il dato appare particolarmente significativo in quanto l'indebitamento a breve è costituito prevalentemente da debiti operativi (61%); questi ultimi in gran parte rappresentati da un aumento rilevante dei debiti verso banche, imputabile non solo all'apertura di negozi monomarca, ma anche alla necessità di liquidità per l'acquisizione della partecipazione in Blue Blood³².

³² Nota Integrativa Jam Session Srl 31.12.2005.

Tab. 7 – La struttura delle fonti di finanziamento (in % sul totale delle passività)



8.3.3 La liquidità e la solvibilità

L'analisi della liquidità ha la finalità di evidenziare la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni di breve periodo (principalmente debiti di funzionamento e di finanziamento) attraverso l'utilizzo del capitale circolante (disponibilità liquide, crediti, rimanenze)³³.

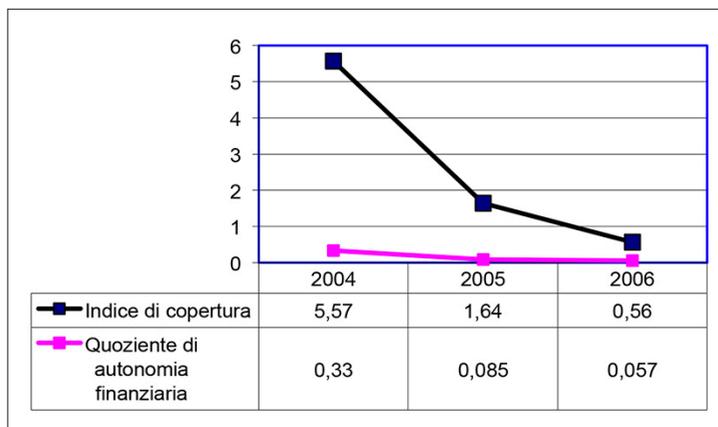
Inizialmente tale analisi viene svolta tramite l'indice di copertura degli investimenti con i mezzi propri (dato dal rapporto tra patrimonio netto e attivo fisso) e il quoziente di autonomia finanziaria (calcolato come rapporto tra il patrimonio netto e i mezzi propri).

Il primo indicatore assume valore superiore all'unità in corrispondenza dei primi due esercizi del periodo d'analisi, per poi ridursi allo 0.56 nel 2006 (vedi Tab. 8). Nell'ultimo esercizio la Jam Session Srl non risulta, pertanto, in grado di garantire la copertura degli impieghi a medio-lungo termine attraverso l'utilizzo dei mezzi propri (ciò per effetto della forte contrazione del patrimonio netto e di un incremento crescente delle immobilizzazioni materiali dal 2004 al 2006).

Appare evidente, dunque, l'utilizzo della leva finanziaria ai fini della realizzazione degli investimenti programmati, vista la bassa patrimonializzazione della società operativa parmense. A conferma di tale considerazione, il quoziente di autonomia finanziaria, che segnala la propensione dell'azienda al ricorso a fonti esterne, assume valori decisamente inferiori all'unità.

³³ FAZZINI, *Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali*, cit., pp. 332-336.

Tab. 8 – Indice di copertura e quoziente di autonomia finanziaria



Gli squilibri rilevati nella struttura dello stato patrimoniale non trovano riscontro nel breve periodo.

L'indice di solvibilità (*current ratio*), dato dal rapporto tra attivo circolante e passività a breve, ha sperimentato una leggera flessione, ma risulta sempre superiore all'unità. Ciò sta a significare che la Società oggetto di analisi ha la capacità di far fronte alle uscite correnti tramite le attività a breve.

Tale risultato viene confermato dall'analisi del margine di tesoreria (attività correnti-rimanenze-passività a breve). Quest'ultimo, infatti, definisce la presenza o meno di sufficienti disponibilità, immediate e differite, che possono essere utilizzate per soddisfare i debiti a breve scadenza, senza intaccare il processo produttivo aziendale.

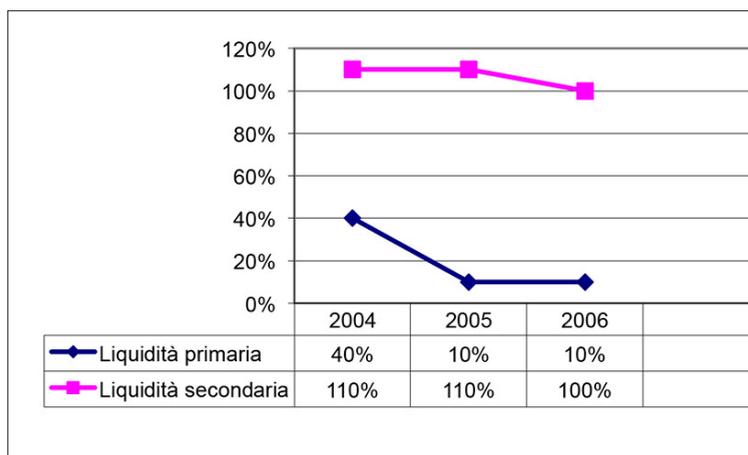
Tab. 9 – I valori del margine di tesoreria

	2004	2005	2006
Margine di tesoreria	11.820	13.032	4.849
Current ratio	1,3	1,1	1,0

Con riferimento all'indice di liquidità primaria (liquidità immediate/passività correnti), si osserva che nel 2004 le liquidità immediate coprivano il 40% delle passività a breve e il 10% nei due esercizi successivi, vista la rilevante contrazione del numeratore: tali valori, da considerarsi comunque negativi, evidenziano una buona capacità della società di far fronte a parte del proprio indebitamento tramite le proprie riserve liquide.

Discorso opposto vale per l'indice di liquidità primaria (*acid test*), il quale rapporta le liquidità immediate, unite a quelle differite, con il passivo a breve. Tale indice ha assunto valori superiori/uguali all'unità (100% nel grafico) nel periodo di osservazione (vedi Tab. 10).

Tab. 10 – Andamento dell'indice di liquidità e di solvibilità



Nel complesso, l'analisi dei bilanci della Jam Session Srl pone in evidenza come la crisi aziendale, pur se non pienamente manifesta nel periodo analizzato, trovi origine nella fragilità della struttura patrimoniale della società causata principalmente dalle diverse operazioni illecite poste in essere dai tre ex-amministratori.

8.4 Conclusioni

Inizialmente il concetto di *corporate governance* riguardava le imprese di grandi dimensioni con azionariato diffuso, caratterizzate dalla separazione della proprietà del capitale di rischio dal potere di controllo aziendale, tipico nei paesi anglosassoni.

Il fine ultimo è quello di trovare un equilibrio tra i vari interessi in gioco che conduca la Società verso l'efficienza, tutelando i diversi diritti/interessi.

I primi interventi in tema di *corporate governance* furono realizzati nei paesi anglosassoni in riferimento a Società quotate di grandi dimensioni. Negli anni Settanta, infatti, i fallimenti di grandi aziende spinsero gli Organi di Vigilanza sulla Borsa e sulle Società quotate a richiedere una

maggiore indipendenza dei consiglieri e ad incentivare l'introduzione dei Comitati di Controllo.

Successivamente, in Gran Bretagna, la scoperta di gravi reati societari portò alla costituzione di un Comitato al quale venne affidato l'incarico di porre in essere una relazione sulla *corporate governance*. Negli anni seguenti diversi paesi industrializzati seguirono l'esempio britannico e elaborarono dei codici di condotta sui temi di *governance*, facendo particolare riferimento alle Società quotate sui mercati mobiliari.

Tuttavia il sistema economico del nostro paese è formato prevalentemente da piccole-medie imprese non quotate; numerose ricerche hanno infatti dimostrato che il modello d'impresa predominante è il modello a struttura proprietaria chiusa, ovvero un sistema nel quale il controllo è esercitato a livello familiare, dove si concentra il potere di direzione.

La presenza di un unico soggetto in grado di controllare tutta l'attività d'impresa, se da un lato garantisce un'ottima dinamicità operativa e stabilità nel controllo, dall'altro crea problemi di assenza di delega e mancanza di specializzazione che possono portare a marcati *deficit* gestionali. Al contrario di quanto si possa credere, dunque, la *governance* delle imprese familiari presenta elementi di notevole complessità.

Il *case study* analizzato nel seguente capitolo evidenzia tale problematica.

In particolare, attraverso lo studio della Jam Session Srl, fondatrice del marchio Guru, si è analizzato un classico esempio di Società italiana non quotata, che ha raggiunto il successo internazionale in brevissimo tempo, ma che non possedeva quei sistemi di gestione e controllo necessari per il mantenimento di tale successo.

Il fine ultimo, dunque, è quello di individuare soluzioni per eliminare le diverse problematiche gestionali, spesso presenti nei modelli a struttura proprietaria chiusa.

In sostanza i tre amministratori Matteo Cambi, Simona Vecchi e Gianluca Maruccio De Marco portarono via dalle casse societarie circa 54 milioni di euro, creando un dissesto economico e finanziario e, inoltre, sottoscrissero note di debito in capo a fornitori e collaboratori del marchio, al fine di alterare le voci di bilancio.

In conclusione si vuole sottolineare come un sistema di controllo adeguato avrebbe evitato la realizzazione di tali operazioni.

Le modifiche normative dell'ultimo decennio hanno, di fatto, profondamente cambiato i principi e le regole di governo dell'impresa, soprattutto per le Società quotate. Le maggiori novità riguardano l'articolazione di ruoli e responsabilità dei principali centri decisionali nella Società, l'accresciuta importanza dei requisiti organizzativi, la valorizzazione dell'efficienza dei

controlli preventivi sulla gestione.

Il modo di concepire i controlli nell'attività d'impresa ne esce completamente rivoluzionato: al centro viene messo il monitoraggio costante dell'attività e dei rischi societari.

Quanto sopra evidenziato, ovviamente, non può essere esteso alla generalità delle PMI e delle imprese italiane non quotate laddove le dimensioni aziendali non consentono di sopportare tali costi di struttura.

Dunque bisogna individuare un punto di equilibrio tra i suddetti costi e le attività di controllo, necessarie all'organizzazione per il raggiungimento dei fini aziendali, in funzione della dimensione e della struttura azionaria di una determinata Società.

BIBLIOGRAFIA

- BARCA F. (1999), *Il capitalismo italiano: storia di un compromesso senza riforme*, Roma, Donzelli.
- BRFL ITALIA SRL, *Relazione sulla gestione 2010*.
- DALLOCCIO M., TAMAROWSKI C. (2005), *Corporate governance e valore. L'esempio di Telecom Italia*, Milano, Egea.
- DI CARLO E. (2007), *Governance e trasparenza del conflitto di interessi nei gruppi aziendali*, Roma, Aracne.
- DONNA G. (1999), *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Roma, Carocci.
- EISENHARDT K.M. (1989), *Agency Theory: An Assessment and Review*, in «The Academy of Management Review», vol. 14, n. 1.
- FAZZINI M. (2011), *Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali*, Assago, Ipsoa.
- FONTRODONA J., SISON A.J.G. (2006), *The Nature of the Firm, Agency Theory of Shareholder Theory: A Critique from Philosophical Anthropology*, in «Journal of Business Ethics», vol. 66, n. 1.
- FORTUNA F. (2001), *Corporate governance. Soggetti modelli e sistemi*, Milano, FrancoAngeli.
- FREEMAN R.E. (1984), *Strategic management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman Publishing.
- Jam Session Holding Srl, *Nota Integrativa 31.12.2005*.
- LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., SHLEIFER A. (1999), *Corporate Ownership Around the World*, in «The Journal of Finance», vol. 54, n. 2.
- TEODORI C. (2008), *L'analisi di bilancio*, Torino, Giappichelli.
- VIGANO E. (2003), *Il valore dell'azienda. Analisi storica e obiettivi di determinazione*, Padova, CEDAM.

Nel volume *Performance. Sistemi di controllo. 'Made in Italy'* si approfondiscono due principali tematiche: le performance d'impresa e i sistemi di controllo. Si presentano tre indagini empiriche che analizzano la *corporate governance* e le performance delle società quotate sulla Borsa Valori di Milano. In tutti e tre gli studi si conclude che non esistono relazioni statisticamente 'forti' che possano correlare le variabili prese in esame con le performance economico finanziarie.

Il secondo filone del volume verte sul tema: *governance* e sistemi di controllo. Un primo contributo analizza lo stato dell'arte in tema di sistemi di controllo interno in Italia e in India. Si presenta, quindi, un caso studio in cui si mostrano i vantaggi e i costi che il Gruppo Telecom Italia ha sostenuto nel 2010 per realizzare l'operazione di acquisizione della partecipazione di maggioranza del Gruppo Telecom Argentina. Il tema oggetto del capitolo successivo è l'inquadramento dell'attività di revisione legale dei conti nel contesto statunitense e in quello italiano.

Chiude il volume il caso studio del fallimento di un'impresa del 'Made in Italy', esempio di impresa italiana non quotata che ha raggiunto il successo internazionale ma che non possedeva quei sistemi di gestione e controllo necessari per il mantenimento di tale successo.

In the book *Performance. Control Systems. 'Made in Italy'* two main issues are addressed: corporate performance and control systems. Three empirical studies analyse corporate governance and performance of companies listed on the Milan Stock Exchange. In all those studies, it is concluded that there are no strong statistical relations that correlate the analysed variables and corporate financial performance.

The second strand of the book is on corporate governance and control systems. A first contribution analyses the state of the art of internal control systems in Italy and India. It is therefore presented a case study that shows how the Telecom Italy Group made the acquisition of a majority stake of the Telecom Argentina Group. The subject of the next chapter is the framework of the statutory audit in the context of the US and Italy.

The book ends with the case study of a 'Made in Italy' business failure. It is the case of an Italian company that has achieved international success but that did not have those systems of management and control necessary for the maintenance of this success.

