



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI NAPOLI
"FEDERICO II"

FACOLTA' DI ECONOMIA

Dottorato in Scienze Aziendali (XIX° ciclo)
Comunicazione economica d'impresa nella teoria e nella prassi internazionale

**L'evoluzione degli studi sulla "Corporate
Governance"**
Dall'"Agency Theory" ad una prospettiva "Contingency"

COORDINATORE:
Ch.ma Prof.ssa Adele Caldarelli

CANDIDATO
Amedeo Pugliese

ANNO ACCADEMICO 2005-2006

INDICE - SOMMARIO

	Introduzione	Pag. 5
<i>Cap 1</i>	<i>Il dibattito odierno sulla corporate governance: evoluzioni in atto e criticità</i>	<i>Pag. 11</i>
1	La centralità della “governance” nello scenario economico italiano e internazionale	“ 12
2	La definizione dell’oggetto d’interesse: da una concezione “ristretta” ad una visione “ampia” della corporate governance	“ 23
3	Gli assetti di governo dei diversi sistemi capitalistici	“ 38
3.1	Il modello della public company	“ 43
3.2	L’impresa consociativa	“ 46
3.3	Il capitalismo familiare italiano	“ 49
4	La relazione tra modello di governo e performance aziendale	“ 51
<i>Cap 2</i>	<i>La funzione dei meccanismi di governance in una prospettiva “esterna” e di mercato</i>	<i>Pag. 60</i>
1	Da Berle & Means all’agency theory	“ 61
2	I paradigmi di riferimento: separazione tra proprietà e controllo, “shareholder value” e razionalità degli attori	“ 66
3	I meccanismi di controllo interni ed esterni per la tutela degli investitori: indipendenza e conflitto d’interesse	“ 71
4	I limiti degli approcci “esterni” allo studio della “corporate governance”: analisi empirica e nota metodologica	“ 82
<i>Cap 3</i>	<i>Il contributo delle teorie manageriali nell’identificazione delle funzioni degli organi di governo</i>	<i>Pag. 93</i>
1	Dai meccanismi di “checks & balance” alla prospettiva di creazione del valore	“ 94
2	“Stewardship theory” e “stakeholder approach” nell’identificazione dei fini e i suoi risvolti nel governo aziendale	“ 99

3	Oltre la funzione di controllo: i molteplici ruoli degli organi di governo	“ 105
3.1	Il contributo del CdA nella definizione della strategia	“ 109
3.2	Il “service role”: dalla legittimazione esterna all’apporto di risorse scarse	“ 112
4	L’efficacia del CdA e i problemi connessi alla sua misurazione	“ 114
<i>Cap 4</i>	<i>L’assetto di governo in una prospettiva di tipo “contingency”</i>	<i>Pag. 119</i>
1	L’impatto dell’ambiente istituzionale sulla governance aziendale	“ 120
2	Le caratteristiche “interne” dell’impresa nella struttura dei meccanismi di governo	“ 127
3	Integrare le condizioni interne ed esterne: verso un approccio di tipo “contingency” nella definizione degli assetti di governo	“ 134
4	La metodologia d’indagine a supporto della ricerca empirica: dall’approccio “input-output” all’analisi processuale	“ 137
	Conclusioni generali	Pag. 142
	Indice delle opere citate	Pag. 145

INTRODUZIONE

Il tema degli assetti di governo delle imprese ha da sempre occupato un ruolo di rilievo nella letteratura economico-aziendale a livello internazionale. Negli ultimi anni, anche per effetto dei numerosi collassi di imprese multinazionali ritenute invulnerabili, il problema della corporate governance è tornato fortemente alla ribalta. Il fallimento dei meccanismi di governance e contabili d'impresa quali Enron, Parmalat, Ahold, hanno comportato una nuova "ondata regolatrice" nella maggior parte dei paesi industrializzati. A partire dalla Sarbanes-Oxley negli Stati Uniti, fino ad arrivare alla nostra recente Riforma del Risparmio (l. 262/2005), gli sforzi dei policy-maker si sono moltiplicati nella ricerca di un migliore sistema di garanzie per gli investitori. La tutela del mercato finanziario, attraverso adeguati meccanismi di controllo sull'operato del management, è stata da sempre la principale preoccupazione di studiosi ed economisti che si sono avvicinati al tema della corporate governance.

Nel presente lavoro si adotta una prospettiva "manageriale" rispetto al tema della governance, che parte da una serie di osservazioni "reali" per rivedere alcuni costrutti teorici, per poi tornare nuovamente ad aspetti pratici che rilevano in sede di definizione di nuove regole di governance. Il

framework teorico prevalente, a cui s'ispira la gran parte degli studi e implicitamente adottato anche da chi è chiamato a riscrivere le regole di governance, è di matrice finanziaria, ed affonda le proprie radici negli studi economici classici o neo-classici.

I ripetuti fallimenti dei meccanismi di controllo, o di “checks & balance”, che negli anni si sono affermati attraverso i codici, hanno mostrato enormi lacune. Analogamente, numerosi studi hanno palesato l'incapacità di poter individuare meccanismi di governance in grado di incidere positivamente sulla performance, o sul valore aziendale.

È in queste condizioni che le teorie manageriali sono emerse, con assunti, paradigmi teorici e metodologia di analisi differenti. Il principale organo di governo aziendale, il Consiglio di Amministrazione, non può essere considerato un semplice meccanismo di governance volto a tutelare gli interessi degli azionisti attraverso un controllo sull'operato dei managers. I discorsi sull'indipendenza e sul conflitto d'interesse, pur conservando un'indubbia centralità nella disciplina della governance, non rimangono unici, e l'interesse di studiosi e operatori economici dovrebbe, senza dubbio alcuno, ampliarsi.

Il framework tradizionale si concentra su una tipologia specifica di impresa, la corporation americana, in cui si verifica una separazione tra la proprietà e il controllo che origina un rapporto definito “di agenzia”. Il problema principale in una siffatta situazione è individuare una serie di

regole che rendono “efficiente” quest’assetto proprietario. L’utilitarismo e la “shareholder supremacy” rappresentano gli altri incipit teorici alla base del modello: il primo implica una divergenza di interessi tra principale e agente, con funzioni di utilità differenti e, poiché il manager professionista è deputato al governo delle risorse possedute dal proprietario, potrebbe non perseguire la massimizzazione della ricchezza azionaria come obiettivo principale, bensì privilegiare le proprie istanze.

Le teorie manageriali hanno invece una base teorica differente e al paradigma dello shareholder sostituiscono lo “stakeholder approach”, alla massimizzazione del valore azionario viene il concetto di “value creation” e l’utilitarismo viene soppiantato dalla “stewardship theory” che ipotizza un rapporto di collaborazione tra azionisti e managers, verso il raggiungimento di obiettivi comuni. L’agire congiunto di questi nuovi modelli di analisi del comportamento umano e delle imprese che i soggetti si trovano a gestire, richiedono una modifica sostanziale e profonda dell’approccio con cui gli studiosi si avvicinano allo studio della corporate governance.

Il lavoro si sviluppa lungo quattro capitoli in cui si prendono in considerazione gli aspetti che hanno maggiormente caratterizzato il dibattito scientifico in tema di corporate governance. Il primo capitolo è di carattere introduttivo: partendo dalla centralità e dalla rilevanza attuale della corporate governance, vengono presentate le definizioni “ampia” e

“ristretta” che si sono affermate nel tempo. In seguito si considerano i modelli di governance (public company, impresa consociativa e azienda familiare) che rappresentano gli idealtipi nella disciplina. Il capitolo si conclude con una review degli studi sulla relazione tra governance e performance aziendale.

Il secondo capitolo prende forma attraverso un’analisi in chiave storica del filone di ricerca che predilige una prospettiva esterna rispetto alla corporate governance. Ne viene illustrato il paradigma di riferimento, per poi passare alle implicazioni della teoria sui ruoli e l’efficacia degli organi di governo a cui viene attribuita prevalentemente una funzione di controllo. Infine si accennano i limiti di tale approccio, sia da un punto di vista teorico che empirico.

Nel terzo capitolo presento un set di prospettive manageriali o “interne” che ampliano lo spettro di osservazione a tutte le tipologie di impresa, ed individuano un ampio ventaglio di ruoli possibili per il Consiglio di Amministrazione delle aziende. Si pone poi al centro dell’attenzione il tema dell’efficacia degli organi di governo e i problemi connessi alla sua misurazione.

Per concludere, il quarto capitolo sistematizza il percorso evolutivo presentato nelle parti precedenti, illustrando l’esigenza di un approccio contingente alla governance, che contempi l’unicità dell’impresa sia rispetto al contesto esterno che per le caratteristiche interne. La modifica degli assunti

di riferimento incidono anche sul metodo d'indagine da seguire: gli effetti su quest'aspetto, non meno importanti, sono affrontati nell'ultimo capitolo.

CAPITOLO PRIMO

IL DIBATTITO ODIERNO SULLA CORPORATE GOVERNANCE: EVOLUZIONI IN ATTO E CRITICITA'

SOMMARIO: 1. La centralità della governance nello scenario economico italiano ed internazionale. – 2. La definizione dell'oggetto di interesse: da una concezione “ristretta” ad una visione “ampia” della corporate governance. – 3. Gli assetti di governo nei diversi sistemi capitalistici. – 3.1 Il modello della public company. – 3.2 L'impresa consociativa. – 3.3 Il capitalismo familiare italiano. – 4. La relazione tra modello di governance e performance aziendale.

1. La centralità della “governance” nello scenario economico italiano e internazionale.

Tra i grandi temi che nell’ultimo lustro hanno attirato l’attenzione di economisti, studiosi, managers, investitori e finanche di legislatori e policy-makers, accanto allo straordinario quanto preoccupante sviluppo della Cina, all’affermazione di un mercato monetario unico europeo (dovuto all’avvento dell’Euro) e alla crisi energetica che sta ridisegnando gli equilibri di geopolitica a livello planetario, va sicuramente menzionata la “corporate governance”, che ha riportato al centro del dibattito economico e politico il tema delicato del governo dell’impresa, delle sue finalità e del funzionamento equilibrato degli organismi preposti alla gestione delle aziende. Seppure la discussione sul tema del governo aziendale sia stata al centro dell’attenzione degli studiosi per decenni, a partire dagli anni immediatamente successivi alla crisi di Wall Street del 1929, grazie ai contributi illuminanti di Berle e Means (1932), Coase (1937), Penrose (1959), Williamson (1964), Alchian e Demsetz (1972), Drucker (1958), improvvisamente, con l’avvento del nuovo millennio ha ripreso vigore, spinta da una serie di eventi che hanno imposto un

ripensamento circa gli assetti proprietari e i meccanismi di governo delle imprese¹.

I casi di Enron, WorldCom, Adelphia e Tyco negli Stati Uniti, di Ahold in Olanda, le sventure di Parmalat, Cirio, Freedomland in Italia, la bancarotta argentina (con un triste cinismo soprannominata “Tango Bonds”), gli scandali minori delle Banche dei Laender tedeschi e della Volkswagen, e infine le sospette “privatizzazioni” in Russia di imprese monopoliste, precedentemente controllate dallo Stato e successivamente svendute agli ex-oligarchi, seppure con intensità e risvolti molto differenti, si sono verificate in un arco di tempo estremamente concentrato, inducendo così ad una riflessione profonda sul tema della “governance” delle imprese a livello internazionale². Gli scandali finanziari e contabili hanno avuto una grossa eco soprattutto attraverso la stampa specializzata (e non) e la risposta immediata è stata una nuova ondata nella regolamentazione che ha comportato da un lato l’aumento di adempimenti e obblighi in capo ad amministratori e managers delle *corporations*, e dall’altro un inasprimento delle pene in caso di crimini accertati.

¹ Non si ha la pretesa in questa sede di esaurire il dibattito circa l’evoluzione del pensiero di economisti che hanno offerto un contributo fondamentale nello sviluppo del pensiero economico classico sul tema del governo delle imprese e sulle forme efficienti attraverso cui esercitarlo. Tale lavoro, oltre a non essere nelle facoltà di chi scrive, richiederebbe ben altro approfondimento e una sede più consona.

² In uno dei testi considerati pietre miliari per coloro che si occupano di corporate governance, MONKS E MINOW, *Corporate Governance*, 3rd edition, 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.

A partire dal 2002 si è assistito ad una proliferazione senza precedenti degli interventi in tema di corporate governance, a tutte le latitudini. Negli Stati Uniti, a soli dieci mesi di distanza dal collasso del colosso energetico di Enron, crollato sotto il peso dei debiti contratti per speculazioni sui derivati (accuratamente taciute nei bilanci con la complicità del revisore esterno), il Congresso ha approvato il “Sarbanes-Oxley Act” che disciplina in maniera rigorosa il comportamento di tutti i soggetti che hanno incarichi di governo o di controllo all’interno delle imprese, a partire dall’amministratore delegato, consiglieri e Presidente del CdA sui temi dell’approvazione del bilancio e sulla nomina dei nuovi amministratori, fino ad arrivare alle società di revisione per gli aspetti legati alla veridicità, correttezza e trasparenza nella comunicazione economico-finanziaria. Tralasciando le specifiche *provisions* previste dalla Sarbanes-Oxley, di cui si tratterà più diffusamente in seguito, vale la pena sottolineare come anche negli Stati Uniti, tradizionalmente poco propensi a legiferare sui temi connessi all’attività economica delle imprese, si sia sentita l’esigenza di andare oltre le norme previste dalla Securities and Exchange Committee (Sec d’ora in avanti) o dalle associazioni professionali come previsto dalla deregulation in materia, per sancire principi ancora più stringenti attraverso le più alte istituzioni federali³.

³ Un’ulteriore testimonianza dell’importanza assunta dal tema della corporate governance negli Usa è rappresentato dalla rapidità con cui Camera e Senato sono arrivate ad un accordo bipartisan. La Sarbanes-Oxley porta il nome di due senatori, uno Repubblicano (Oxley), l’altro Democratico (Sarbanes) che in un momento di estrema conflittualità tra i due principali partiti, dovuta allo fase di riorganizzazione successiva agli attacchi terroristici del Settembre 2001, siano riusciti a convergere sull’esigenza di dotare le imprese (e i mercati) di nuove regole per la tutela del sistema economico e della sua integrità.

Sull'esempio degli Stati Uniti, nelle nazioni con sistemi economici "avanzati", gli interventi da parte del legislatore o degli organismi preposti alla gestione delle Borse Valori si sono moltiplicati: 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 gli interventi più significativi.

L'Italia non si è sottratta ad un processo di profonda revisione delle strutture e dei meccanismi di governo delle imprese; e seppure con riforme parziali e senz'altro migliorabili (soprattutto nel senso di un adeguamento al contesto nel quale troveranno applicazione), si è voluta mostrare una volontà concreta di adeguarsi alle tendenze in atto in tema di governance. Da un lato la pressione internazionale verso un adeguamento della disciplina codicistica e normativa sulla corporate governance, dall'altro il rischio di fallimento del mercato dovuto alle ingenti perdite subite da azionisti e obbligazionisti di Parmalat e Cirio (oltre a quelle dei possessori dei titoli di debito pubblico argentino), hanno favorito una convergenza verso un progetto di riforma condiviso in Parlamento (L262/2005).

Nell'arco dell'ultimo triennio si è assistito ad almeno tre importanti interventi che più o meno direttamente incideranno sugli assetti societari e sui meccanismi di governo e di controllo delle imprese:

1. Riforma del Diritto Societario (attraverso il Decreto Legislativo n°6/2003)
2. Disposizioni per la tutela del risparmio e dei mercati finanziari (Legge 262 del 28 Dicembre 2005)
3. Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana (Marzo 2006)

I tre interventi testimoniano la centralità del dibattito sui temi del governo aziendale e della tutela del risparmio in Italia. Seguendo le indicazioni fornite in tempi non sospetti dal Testo Unico sulla Finanza (TUF) con D. Lgs. n° 58 del 1998 (ovvero alla cosiddetta Legge Draghi), il legislatore ha inteso introdurre, a distanza di due anni l'uno dall'altro, due ulteriori novità nell'ambito dei progetti di riforma delle regole contabili e di governance, anche se con i necessari distinguo in termini di contenuti e di area d'intervento.

Se con la Riforma del Diritto Societario si è inteso modificare una legislazione datata, risalente al Codice Civile del 1942, e pertanto inadeguata rispetto al contesto economico attuale⁴, la Riforma del Risparmio ha rappresentato una risposta (seppure lenta e flebile a detta degli operatori economici) alle crisi aziendali che hanno scosso il mercato finanziario e

⁴ La Riforma del Diritto Societario è stata uno dei principali punti in agenda dei vari Governi che si sono susseguiti; si tratta di un intervento in cantiere da tempo, su cui si sono espresse numerose Commissioni Parlamentari preposte alla modifica, prima di arrivare alla Commissione Mirone- Vietti, che ha presentato la versione definitiva.

creditizio italiano. Gli ambiti d'intervento sono profondamente diversi ma entrambi incidono, in alcune delle rispettive parti, sul modello di governance delle imprese. Il D. Lgs. n° 6 del 2003 introduce due nuovi schemi societari per le società di capitale accanto al modello tradizionale (latino): il sistema monistico e quello dualistico. Il modello tradizionale attribuisce all'Assemblea dei Soci il compito di deliberare, al Consiglio d'Amministrazione quello di definire e implementare le strategie dell'impresa, al Collegio Sindacale il controllo sull'operato degli amministratori, e al revisore esterno il controllo sui conti; il modello monistico, fortemente condizionato da un'impronta di stampo anglosassone, prevede invece un unico organismo, il CdA (nominato dall'Assemblea dei Soci) con la funzione di indirizzo, ma che elegge al proprio interno il comitato per il controllo che dev'essere costituito da amministratori indipendenti; infine il modello dualistico, di stampo renano, è caratterizzato da un Consiglio di Sorveglianza con compiti di vigilanza e supervisione sull'attività aziendale e con la funzione di nominare i membri del Consiglio di Gestione⁵ (o esecutivo) che esercita di fatto la funzione di governo nell'impresa; sia nell'ipotesi in cui si adotti lo schema monistico che dualistico, il controllo contabile spetta al revisore esterno.

⁵ A differenza di quanto previsto dalla legislazione tedesca, in Italia c'è una separazione netta tra i membri del Consiglio di Sorveglianza e quelli del Consiglio di gestione. La ratio per tale distinzione è da rinvenirsi nel possibile conflitto d'interessi di uno stesso soggetto nella veste di controllore e controllato (DI PIETRA, *Governo e Standards*). In realtà, se si osserva lo schema originario tedesco, questo divieto manca, per una ragione precisa: il Comitato di Sorveglianza, al cui interno siedono rappresentanti delle banche e di altre istituzioni, nel definire le linee strategiche, non può prescindere da una conoscenza approfondita dell'attività e delle criticità aziendali, che solo coloro che quotidianamente operano nell'impresa possono offrire.

La Riforma del Diritto Societario ha inteso offrire un ventaglio di alternative più ampio alle aziende in tema di assetto di governo, riducendo il tasso d'imperatività delle norme ed incrementando l'autonomia statutaria; l'intervento sul tema del risparmio e dei mercati finanziari, invece, ha inciso su aspetti differenti, e a parere di chi scrive, più sostanziali. Innanzitutto l'intervento è tarato su una tipologia d'impresa specifica, ovvero quella che fa ricorso al mercato dei capitali, sia azionario che obbligazionario per la raccolta di risorse finanziarie e che quindi hanno obblighi di disclosure e di tutela maggiore per garantire il corretto funzionamento del mercato stesso. La riforma 262/2005 presenta due aree di applicazione distinte, ed incide sia sulle imprese, richiamando criteri di trasparenza nella nomina di amministratori e comitati di controllo, o anche attraverso una ridefinizione del concetto di conflitto d'interessi e delle modalità per evitarlo (con un esplicito rinvio alle disposizioni della Consob), sia sul sistema di vigilanza e di tutela della concorrenza che in Italia sono ancora di pertinenza esclusiva della Banca d'Italia⁶.

Il Codice di Autodisciplina (Marzo 2006) che entrerà in vigore nel 2007 è profondamente diverso dalle due riforme appena illustrate, sia con riferimento al potere impositivo dell'Ente emittente, la Consob, sia per la specificità degli interventi. Ciò nonostante ci pare di estremo interesse

⁶ I tentativi di scalata da parte di ABN AMRO su Banca Antonveneta e di BBVA su Bnl nel 2005 hanno posto al centro dell'attenzione il ruolo della Banca d'Italia che assolve la duplice funzione di tutela della concorrenza e di vigilanza sul funzionamento del sistema creditizio italiano. In virtù di questo doppio ruolo è emerso un conflitto di interessi palese in capo ai dirigenti della Banca d'Italia che nello strenuo tentativo di salvaguardare l'italianità delle banche hanno ostacolato i processi di aggregazione ricorrendo anche ad espedienti poco chiari.

richiamare, seppure solo con un accenno, l'intervento della Consob che modifica per la terza volta (1999 e 2002 erano le versioni precedenti) il set di regole a cui dovrebbero adeguarsi le società quotate in borsa⁷. Coerentemente con le modifiche apportate dalle due riforme legislative, il Codice di Autodisciplina interviene su tre ambiti di notevole rilevanza per la governance delle imprese: a) la composizione e il funzionamento del Consiglio di Amministrazione, introducendo per la prima volta il concetto di valutazione (seppure con una forma di self-assessment) dell'operato degli amministratori; b) il sistema dei controlli interni e la definizione dei casi di indipendenza al fine di ridurre la possibilità di conflitto d'interesse in capo ai soggetti; infine c) la disclosure, introducendo l'obbligo della comunicazione di eventuali rapporti di carattere economico di amministratori, sindaci e revisori con esponenti della compagine proprietaria.

Ad osservare l'origine di una discussione così accesa sul tema della corporate governance e, ancor più, il metodo e i contenuti con cui si è tentato di ovviare alle crisi o quanto meno di arginare la possibilità di collassi futuri, è evidente come l'attenzione e le preoccupazioni degli operatori economici siano legate, in prima istanza, alla tutela dei mercati finanziari, messi a dura prova, in termini di credibilità ed efficienza, proprio da società quotate e

⁷ A differenza di quanto visto in precedenza, il codice di autodisciplina è facoltativo per le imprese quotate in Borsa, contrariamente rispetto all'obbligatorietà delle Riforme citate in precedenza. In realtà ci pare quanto meno difficile immaginare che un'impresa quotata possa esimersi dall'adempimento rispetto al Codice perché la reazione della comunità degli investitori comporterebbe una immediata penalizzazione del titolo. Si tratta, dunque di un "obbligo facoltativo".

sottoposte ad una regolamentazione (in termini di governance e di obblighi contabili) ben più stringente rispetto ad altre classi di imprese.

Sebbene sia indiscutibile che tale atteggiamento è frutto di un'esigenza concreta, e cioè offrire ai mercati una garanzia che i comportamenti sleali e poco trasparenti da parte di amministratori e managers saranno ridotti per effetto di controlli più severi, è altresì possibile ricondurlo ad una serie di concezioni teoriche che affondano le proprie radici nelle discipline della finanza e della financial economics, secondo cui il compito primario della corporate governance è la tutela degli investitori non coinvolti nella gestione quotidiana dell'impresa⁸. Il Consiglio di Amministrazione diviene dunque l'organo principale, al centro delle diverse riforme, in cui devono essere composti i diversi interessi dei portatori del capitale e che deve garantire il controllo da parte degli azionisti sull'operato dei managers.

Quando analizzato da quest'ultima prospettiva, il tema della corporate governance appare distante nei contenuti e nelle finalità dal dibattito sul governo dell'impresa, pur essendo innegabile una radice, anche lessicale, comune. Il problema del governo dell'impresa, ampiamente dibattuto anche nella dottrina aziendale italiana, osserva l'organismo aziendale dall'interno, ne studia i fenomeni di coordinamento per fare in modo che i processi di creazione della ricchezza siano gestiti in maniera coerente, nel rispetto dei

⁸ A tale proposito, due testi recenti ad opera di due dei maggiori esperti di Corporate Finance, J. COFFEE (2006) e J. TIROLE (2006), hanno sottolineato come la teoria della finanza non possa svilupparsi senza considerare come fisiologici nella vita d'impresa anche aspetti ritenuti patologici e che quindi nel Dna delle imprese, nei suoi organismi interni deve svilupparsi la capacità di monitorare tout-court i comportamenti e le scelte dei managers.

soggetti che a vario titolo sono legati all'attività aziendale, e dell'equilibrio economico a valere nel tempo, che costituisce un concetto cardine nelle discipline manageriali⁹.

A dispetto della proliferazione di codici, norme e regole ancora più stringenti negli ultimi cinque anni, che incidono sulla composizione e sulle strutture degli organi di governo e di controllo delle imprese, si può notare una tendenza differente negli studi sugli assetti di governo delle imprese, di matrice più marcatamente aziendalistica che utilizzano una prospettiva di analisi "interna", che non sia incentrata esclusivamente sulla distribuzione del valore aziendale (in un'ottica di tutela del mercato), che si occupi anche delle imprese di dimensioni medie e piccole (che rappresentano la stragrande maggioranza delle aziende esistenti), e soprattutto che considera insufficiente "disegnare" assetti proprietari e di governo su una sola tipologia di impresa (la *corporation* con migliaia di azionisti non interessati alla gestione) per poi replicarli, senza adattamento alcuno, su tutte le diverse tipologie di imprese.

Il presente lavoro si concentra sulla funzione degli organi di governo delle imprese, osservati secondo una prospettiva aziendalistica, nel tentativo di definire il contributo che questi possono fornire alle imprese. L'idea di fondo è che il Consiglio di Amministrazione, inteso come il principale organismo di

⁹ In questi termini si sono espressi autorevoli esponenti della dottrina aziendale italiana, pur nelle differenze emergenti nelle diverse Scuole e nelle concezioni dei Maestri di riferimento. Per un approfondimento si rimanda a ZATTONI, *Governo economico*, 2004a e DI PIETRA *op.cit.*, che recentemente hanno sistematizzato gli approcci differenti al tema del governo delle imprese nella letteratura italiana.

governo aziendale, laddove presente in maniera formale o meno, non costituisce esclusivamente un meccanismo di governance per ridurre i costi di agenzia, bensì rappresenta un organo di governo che, attraverso l'adempimento dei ruoli assegnatigli in maniera efficace, garantisce il successo dell'impresa. L'esigenza di indirizzare la ricerca nell'ambito della corporate governance in una direzione differente rispetto a quella dominante fino ad ora è stata sottolineata ripetutamente negli ultimi anni: i numeri monografici di riviste internazionali di management di primo piano hanno ribadito più volte l'esigenza di modificare i paradigmi dominanti in tema di governance, puntando sull'osservazione del comportamento del CdA e degli organi di controllo, al fine di poter rendere più efficaci gli interventi futuri¹⁰.

¹⁰ Nel corso della trattazione il richiamo ai diversi articoli e contributi degli studiosi che hanno sviluppato un nuovo filone di ricerca sul tema della governance sarà più puntuale e circoscritto, in ogni caso, ci sembra opportuno un accenno alle ricerche che di fatto costituiscono il riferimento principale nello sviluppo della research question di tale lavoro.

La review degli studi sulla relazione tra board e performance aziendale pubblicata da ZAHRA E PEARCE, *Review*, nel 1989 su *Journal of Management*, rappresenta senza dubbio uno dei lavori che per primi hanno percorso una strada che ha riscosso enorme successo. Non troppi anni dopo, seppure con un incipit, una metodologia e un approccio differente, PETTIGREW, *Managerial Elites*, (1992) ha definito il board of directors come l'organismo deputato in prima istanza alla definizione delle strategie delle imprese.

Seguendo il solco aperto pochi anni prima, nel 2003 un numero monografico del *Journal of Management and Governance* e uno *Special Issue* dell'*Academy of Management Review* hanno evidenziato l'esigenza di modificare prospettiva d'analisi, oggetto e metodologia d'indagine negli studi sugli organi di governo. Infine, nel 2005, un numero monografico del *British Journal of Management*, nato a margine di un lavoro sull'Higgs Report, ha ripreso le istanze ed è stato proposto un framework "behavioral" di analisi della governance delle imprese.

2. *La definizione dell'oggetto di interesse: da una concezione "ristretta" ad una visione "ampia" della corporate governance.*

Per esigenze di chiarezza, prima di procedere oltre nella trattazione, in questo paragrafo si chiarisce quale prospettiva di analisi sarà prediletta nell'osservazione delle modalità, ruoli e funzioni degli organi deputati alla gestione e al controllo aziendale, inseriti nel più ampio contesto del governo economico delle imprese.

L'espressione *corporate governance* identifica un oggetto di studio molto vasto, che da due decenni almeno è al centro del dibattito scientifico e politico nei principali paesi industrializzati¹¹. Data la rilevanza del "fenomeno" è frequente che imprenditori, managers, banchieri, studiosi, politici, giuristi, facciano riferimento ad un concetto di corporate governance differente, funzionale rispetto all'interesse specifico di ciascuno. Proprio a cagione di tale ampiezza, si avverte la necessità di definire i contorni della disciplina per riportarla entro confini più ridotti a cui si ritiene che essa appartenga, vale a dire l'economia aziendale, seguendo lo sviluppo delle teorie manageriali e della finanza che negli anni si sono succedute.

Come accade sovente per i grandi temi posti al centro del dibattito economico e politico, il rischio principale è che ci sia una deriva verso l'indeterminatezza e che, anche per una sorta di effetto-moda, tutti gli eventi, le scelte normative, gli interventi già effettuati e quelli futuri, siano "letti" in

¹¹ ZATTONI, *Op. cit.*, pagg 97.

funzione dell'argomento in voga al momento. Senza una comprensione approfondita dell'oggetto osservato, dei contenuti suoi propri e delle finalità con cui studiosi e operatori economici dovrebbero avvicinarsi, si lascia all'arbitrio di ciascuno la facoltà di intervenire su un tema senza conoscerne ambito di applicazione e modalità di funzionamento¹².

La copiosità degli scritti in materia di “governo delle imprese” e l'intensità del dibattito che quotidianamente si rinnova sulla stampa specializzata, consentono di identificare una molteplicità di discipline e aree d'intervento che appaiono limitrofe e talvolta sconfinano nella corporate governance. Senza avere l'intenzione di individuare un dominio esclusivo per una problematica che ha nella multidisciplinarietà e nell'interdisciplinarietà uno dei motivi di maggiore interesse, di seguito vengono illustrate le differenti prospettive di osservazione a cui si presta:

- Governance e Accounting: il legame tra queste due discipline appare piuttosto evidente, specie alla luce degli scandali citati in precedenza. Nei processi celebrati in seguito ai fallimenti delle grandi *corporation*, è stato dimostrato come, accanto ad un cattivo funzionamento dei meccanismi di governance (in senso stretto), anche le regole contabili siano state eluse, con la complicità di

¹² Sull'argomento si veda VIGANÒ E. *Economia Aziendale*, in cui l'Autore presenta una situazione simile in riferimento agli studi aziendali che rischiavano di diventare un “contenitore” disposto ad accogliere qualsiasi intervento, ignorando i contenuti limitati della disciplina che se da un lato ne circoscrivono l'ambito di validità e applicazione, dall'altro le conferiscono anche la validità.

banche e revisori esterni, sia in cattiva fede o a causa di limiti strutturali mostrati dalla regolamentazione del bilancio che facilmente consentivano di aggirare le norme stesse¹³. Altro elemento che lega la governance all'accounting è da rinvenirsi sotto il profilo della *regulation*¹⁴: il processo di convergenza verso un corpus unico di principi contabili internazionali, guidato dallo Iasb, seppure in maniera non esplicita, si fonda su un concetto di impresa di stampo anglosassone (la public company quotata e un azionariato diffuso e variegato) che si rivolge ad un pubblico di investitori (il mercato finanziario) poco interessati alla gestione dell'azienda (intesa come un investimento temporaneo di risorse monetarie), e che richiedono ai managers/amministratori le informazioni sulla “*cash generating ability*” dell'impresa, funzionale rispetto allo scopo di prendere decisioni economiche di investimento o disinvestimento nei titoli della società¹⁵. Infine, ma su questo punto si rimanda al

¹³ Partendo dal caso Enron, IANNIELLO, *Regole Contabili*, evidenzia come sia possibile eludere norme contabili poco severe e facili da aggirare. In particolare, i Gaap statunitensi, da sempre ritenuti il principale corpus di regole per la redazione del bilancio, presentavano falle enormi nelle ipotesi di consolidamento delle Special Purpose Entities (SPE). Queste società “veicolo”, costituite generalmente nei paradisi fiscali, erano depositari di un grosso ammontare di debiti del colosso texano ed erano le società attraverso cui è stata compiuta la speculazione sui derivati che ha portato alla bancarotta. Per evitare il consolidamento, e nascondere l'ingente quantità di debiti contratti, era sufficiente che il 3% del capitale sociale di queste SPE fosse sottoscritto da altri investitori. Naturalmente gli “altri investitori” erano i managers stessi di Enron che avevano orchestrato il tutto.

¹⁴ Sul tema si consulti DI PIETRA, *op. cit.* che analizza nell'ottica italiana se esiste coerenza tra il set di principi contabili IAS/IFRS che si stanno affermando e il modello di governo della tipica impresa nostrana. I dubbi sollevati da Di Pietra sulla coerenza, sono perfettamente condivisi dall'autore.

¹⁵ Nell'analizzare gli assunti di fondo alla base del sistema dei valori del bilancio IAS/IFRS, LIONZO, *Sistema dei Valori*, propone uno schema fondato su *soggetto emittente* il bilancio, *soggetto fruitore* dell'informativa contabile, *oggetto della conoscenza* per lo user e *finalità*. Se si uniscono le quattro prospettive diventa evidente osservare come il sistema di bilancio dello IASB, sulla falsariga dei GAAP americani, sia in realtà tarato su una tipologia di imprese che si rivolgono ad un pubblico di

paragrafo conclusivo del presente capitolo, più volte si è tentato di stabilire una relazione tra l'assetto di governo e i risultati economici delle imprese, sia in chiave comparata tra i modelli di governance tradizionalmente identificati dalla letteratura, sia tra le singole imprese con assetti istituzionali divergenti. Su questo punto, però, il legame tra accounting e governance appare molto debole, indipendentemente dal set di regole contabili o di misure di performance adottate.

- Governance e Finanza: uno degli ambiti di riferimento più naturali per gli studiosi di governance è la finanza. Per oltre venti anni, dal 1976 con il primo lavoro di Jensen e Meckling¹⁶ fino al 1989, la governance è stato un dominio esclusivo degli studiosi di *financial economics*, che si ponevano, come obiettivo principale, la ricerca della struttura finanziaria ottimale per la massimizzazione dello "shareholder value" (nell'ottica di tutela del mercato). L'influenza della finanza nello sviluppo del dibattito sulla corporate governance è stato ed è tuttora enorme: il problema della separazione tra proprietà e management e la definizione di meccanismi efficaci di

investitori di breve periodo, scarsamente interessati alla gestione, per i quali l'impresa è una forma di investimento alternativo rispetto ad altri.

¹⁶ Chi scrive è consapevole del fatto che già nel 1958 MODIGLIANI E MILLER, in uno degli interventi che hanno condizionato maggiormente gli studi nel campo economico, avevano già affrontato il tema della struttura proprietaria e l'influenza sul costo del capitale, così come WILLIAMSON nel 1963 e nel 1971, con la teoria sui costi di transazione, indirettamente poneva le basi per una discussione su chi e come dovesse gestire l'impresa.

controllo sull'operato di questi ultimi, ha condizionato notevolmente il dibattito politico sul tema del governo delle imprese. Come verrà illustrato in seguito, le stragrande maggioranza degli interventi normativi si sono uniformati alle condizioni e criticità che si rinvengono nella *corporation*, pur se il contesto applicativo dovesse risultare profondamente diverso.

- Governance e Politica Economica: da alcuni anni la corporate governance è anche al centro di un dibattito di carattere politico molto acceso. Tutti gli esecutivi nazionali che si rispettino hanno in agenda il miglioramento degli assetti istituzionali e meccanismi di governance delle imprese. Le ragioni principali sono due: la prima è riconducibile alla ricaduta che i sistemi di governance possono avere sulla competitività del paese, senza dubbio collegata alla capacità dello stesso di attrarre risorse da parte di imprese e investitori stranieri sul mercato dei capitali e nelle alleanze. Un insieme di regole efficaci, trasparenti e di immediata applicazione, che disciplinano i rapporti tra le imprese e il funzionamento degli organi di governo, da un lato, e di quelli di controllo, dall'altro, rappresentano uno stimolo per i soggetti interessati agli investimenti, sia finanziari che strategici attraverso le alleanze¹⁷. Le norme

¹⁷ Un esempio semplice ma calzante è rappresentato dallo Stato del Delaware, negli Usa. Per effetto di una legislazione molto snella, che consente di creare un'impresa in meno di quattro giorni, e di vedere

sull'OPA e sulla tutela delle minoranze rappresentano due delle aree di intervento su cui maggiormente si concentra l'attenzione della classe politica e del mondo finanziario. Altro aspetto di enorme rilievo, sottolineato anche dai avvenimenti recenti, riguarda la volontà di uno Stato di mantenere un ruolo di primo piano in settori ritenuti strategici per lo sviluppo economico del paese. I processi di "privatizzazione" di imprese ex-pubbliche, nel campo dell'energia, dei trasporti, delle telecomunicazioni hanno sottolineato in quasi tutti i paesi europei una certa paura di perdere il controllo diretto su attività cruciali per il paese, con risvolti critici sia in termini di occupazione che nella definizione delle linee strategiche. L'utilizzo della "golden share", le cessioni a tranche di quote del capitale delle imprese per diluire le quote tra una molteplicità di investitori, il potere di veto del Ministero dell'Economia su determinate decisioni, il diritto a nominare amministratori e managers indipendentemente dalla percentuale di proprietà posseduta, rappresentano un modo per conservare un ruolo attivo all'interno di queste imprese¹⁸. Infine, il dibattito sulla *contendibilità* di aziende che operano in determinati settori e il principio di *reciprocità* nelle operazioni di aggregazione transfrontaliere, rappresentano solo l'ultimo segnale in ordine di

garantiti i diritti delle parti da Tribunali tempestivi ed efficienti, lo Stato del Delaware è la sede legale della maggioranza delle imprese quotate negli Stati Uniti.

¹⁸ Negli ultimi dieci anni in Italia si è avviato un processo di privatizzazione delle imprese pubbliche nel duplice tentativo di ridurre l'intervento pubblico nell'economia e per recuperare una parte delle risorse impiegate per diminuire il debito pubblico. La quotazione di Eni, Enel, Alitalia, Finmeccanica Telecom, Autostrade e delle utilities locali sono un chiaro segnale in questo senso.

tempo di una precisa volontà politica, tesa alla tutela degli interessi nazionali, anche se ciò comporta una limitazione dei principi di efficienza e un argine all'affermazione del libero mercato.

- Governance e Diritto: nelle molteplici forme che il diritto può assumere (societario, fallimentare, tributario) esiste una sfera molto ampia in cui le discipline si sovrappongono. Come accennato in precedenza, gli interventi del legislatore in materia societaria e mercato finanziario hanno un impatto diretto sui modelli di governo delle imprese. Il sistema di norme che una nazione decide di adottare, se in linea teorica dovrebbe essere la risultante di un'approfondita osservazione del contesto di riferimento, diverse volte si risolve invece in un adeguamento a discipline affermatesi altrove, e che finiscono per incidere sulla diffusione di pratiche che poco hanno a che fare con le reali necessità delle imprese¹⁹.

- Governance ed Economia Aziendale: l'importanza del legame tra governance e management può essere sintetizzata con una domanda. Quanto incidono i modelli di governance sulle strutture

¹⁹ Ci si riferisce agli interventi del legislatore che tendono ad importare modelli di governance affermatesi altrove, senza considerare la possibilità che in un contesto come quello italiano troverebbero scarsa applicazione. Il rischio di adottare norme poco rispondenti alle esigenze delle imprese, è quello di far percepire le stesse come un vincolo (costoso) piuttosto che un mezzo per assicurare una maggiore governabilità delle imprese. Il caso delle SPA familiari, con un unico padrone, è emblematico in questo senso. Per un'analisi puntuale su questi aspetti si rimanda a VIGANÒ E., *Sensibilità*.

organizzative, sui sistemi informativi, sulla definizione delle strategie aziendali, sui sistemi di controllo interno e più in generale sul processo di creazione del valore? Un fiorente filone di ricerca, che si sta affermando in Europa cerca addirittura di invertire i termini della questione, chiedendosi in che modo le caratteristiche delle imprese incidano sui modelli di governance o, in ultima analisi, sull'efficacia della governance delle singole società.

L'ampiezza del tema della corporate governance è testimoniata anche dall'affermarsi, nel tempo, di una visione "ampia" e una "ristretta", che bypassando la disquisizione teorica, riflettono approcci, contenuti e profili di analisi profondamente differenti. Pur con i limiti intrinseci ai tentativi di offrire una definizione esauriente dell'oggetto di studio, tra tutte le definizioni di corporate governance proposte in questi anni, ne vengono presentate alcune che sembrano meglio esprimere l'evoluzione in atto nel dibattito sulla governance.

Possiamo in questo senso muovere dalla definizione proposta da Coda, nella quale si afferma che con l'espressione di *sistema di governance* s'intende "l'insieme dei caratteri di struttura e funzionamento degli organi di governo (Consiglio di Amministrazione, Presidente del CdA, Comitati) e di controllo (Collegio Sindacale e Revisori esterni) nei rapporti intercorrenti tra loro e nelle relazioni con gli organi/esponenti della proprietà e con la struttura

*manageriale*²⁰. Partendo dalla individuazione degli organi che costituiscono il complesso della governance aziendale presente nella definizione di Coda, occorre passare a quella di Bruni che 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*”²¹. Diversamente da quanto visto nei due autori precedenti, Catturi definisce la funzione di governo economico come “*la presenza di più organi che compongono e caratterizzano, insieme ad altri, l’unitario e complesso organismo socio-economico*”²². Airolti invece introduce il concetto di *assetto istituzionale*, che sembra poter includere le definizioni precedenti. Per *assetto istituzionale* s’intende la configurazione in atto di: a) i soggetti, ossia le persone e i gruppi di persone che partecipano alla vita dell’impresa (conferenti di capitale di rischio, prestatori di lavoro, fornitori) b) i contributi che tali soggetti apportano alla stessa (capitale, competenze tecniche o manageriali); c) le ricompense che i soggetti ottengono in relazione alla loro partecipazione all’impresa (dividendi, retribuzione, potere) e d) gli strumenti istituzionali, ossia le strutture e i meccanismi che tengono connessi in equilibrio dinamico i soggetti, i contributi e le ricompense (assemblee, il CdA, i patti di sindacato, i gruppi e le relazioni)²³.

²⁰ CODA, *Trasparenza informativa*, pagg 333.

²¹ BRUNI, *Strategia del Valore*.

²² CATTURI, *L’Azienda Universale*.

²³ AIROLDI, *Assetti Istituzionali* pg 26. Per un approfondimento sul tema degli assetti istituzionali ci si può riferire a ZATTONI *op. cit.*

Il concetto di assetto istituzionale proposto da Airoidi si avvicina a quello di Daily, Dalton e Cannella che definiscono la governance “*as the determination of the broad uses to which organizational resources will be deployed and the resolution of conflicts among myriad participants in organizations*”²⁴. Analogamente Huse definisce l’impresa come un insieme di risorse e relazioni e “*corporate governance is defined as the interactions between coalitions of internal actors, external actors and the board members in directing the value-creation*”²⁵. I tre concetti appena analizzati sono molto vicini nel senso di considerare la governance non esclusivamente come una relazione tra classi predefinite di soggetti (managers, azionisti e amministratori) e orientata verso un unico fine (tutela del valore azionario), bensì contempla una molteplicità di attori che gravitano intorno all’impresa in direzione di un fine mutevole.

Nelle tre definizioni che seguono è invece evidente la matrice teorica sottostante, che porta Shleifer e Vishny ad affermare “*corporate governance deals with the way in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting return on their investments*”²⁶. L’approccio dualistico, frutto di una concezione tipica degli studi sull’agenzia, emerge anche nella definizione di Solomon e Solomon che identificano la Corporate Governance “*as the system of checks and balances, both internal and external, which*

²⁴ DAILY, DALTON & CANNELLA, *Decades of Dialogue*, nell’articolo di apertura della Special Issue: “Governance: a decade of dialogue and data” pubblicata su *Academy of Management Review* 2003.

²⁵ HUSE, *Human Side*, pagg 24.

²⁶ In una review estensiva sulla Corporate Governance osservata da una prospettiva esterna, SHLEIFER & VISHNY, *Survey*, pubblicata sul *Journal of Finance*, propongono una definizione molto diffusa tra gli studiosi.

ensures that companies discharge their accountability to all their stakeholders and act in a socially responsible way"²⁷. Infine, una delle definizioni più diffuse è quella di Monks e Minow, che molto efficacemente rappresentano la corporate governance come *"l'insieme delle relazioni tra board of directors, owners e managers"* (fig 1).

Le definizioni presentate, pur non esaurendo il novero degli interventi sulla governance riescono ad introdurre una distinzione fondamentale tra la concezione "ristretta", a cui sono riconducibili le definizioni di Solomon e Solomon, Shleifer e Vishny e Monks e Minow, e la visione "ampia" che si è diffusa agevolmente tra gli studiosi europei.

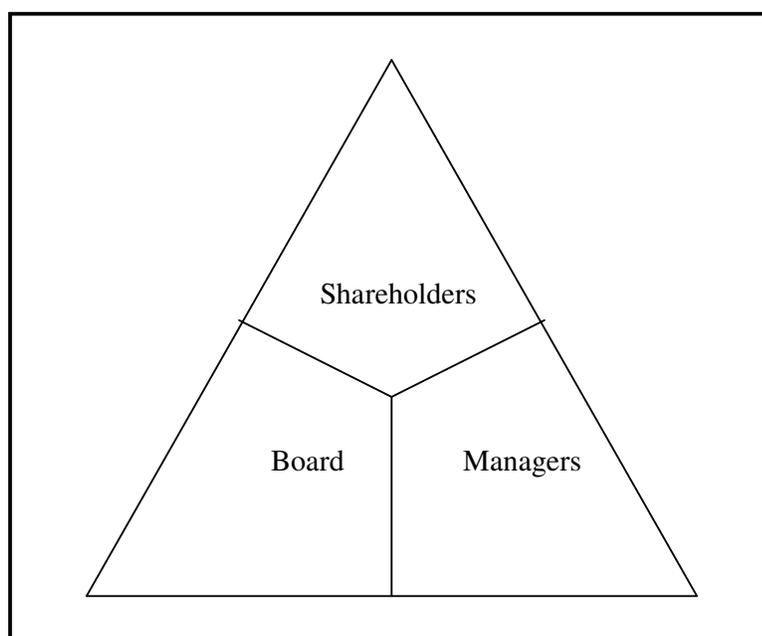


Figura 1 Monks & Minow (2004)

²⁷ SOLOMON E SOLOMON, *Accountability*, pagg 16.

I concetti di visione “ristretta” o “ampia” nella definizione dei modelli di corporate governance è fortemente legata a concetti ben più profondi, e che esulano dallo scopo di questo lavoro, legati a domande quali: che cos’è un’impresa? negli interessi di quali attori deve essere condotta? da quali soggetti/organi? e verso quali finalità? Rispetto alla problematiche tipiche della governance, il dibattito storicamente si è sviluppato lungo due direttrici distinte, e dall’intersecarsi delle diverse posizioni teoriche è possibile ricostruire i due concetti di visione ampia e ristretta. Per quanto concerne il primo aspetto, si spazia da definizioni che considerano come meritevoli di tutela esclusivamente gli interessi degli azionisti, che in quanto proprietari dei diritti residuali e di controllo, costituiscono l’unico stakeholder di cui preoccuparsi²⁸, in quanto le altre relazioni con eventuali portatori d’interesse vengono disciplinate direttamente dal mercato. Altra posizione assumono coloro che ritengono che l’attività di governo economico debba contemplare gli interessi di tutti gli stakeholder, compresa una collettività più estesa.

In merito al secondo aspetto, le posizioni antitetiche sono rappresentate da coloro che ritengono il Consiglio di Amministrazione l’unico organo deputato a risolvere le problematiche di governo aziendale²⁹, ai quali si contrappongono coloro che individuano la corporate governance come un

²⁸ La definizione di Shleifer e Vishny illustrata in precedenza sintetizza in maniera chiara il concetto che qui si va esprimendo. Allo stesso modo EISENHARDT, *Agency*, riprende il filone dell’agency approach.

²⁹ La posizione appena espressa è stata autorevolmente sostenuta da Sir Adrian Cadbury (1992) nella stesura di quello che è considerato il primo codice di autodisciplina degli organi di governo.

complesso insieme di strutture e regole di varia natura aventi come obiettivo la composizione di interessi divergenti³⁰.

Incrociando le due dimensioni all'interno di una matrice, è possibile ricavare i quattro approcci tradizionali nello studio della governance (fig 2)

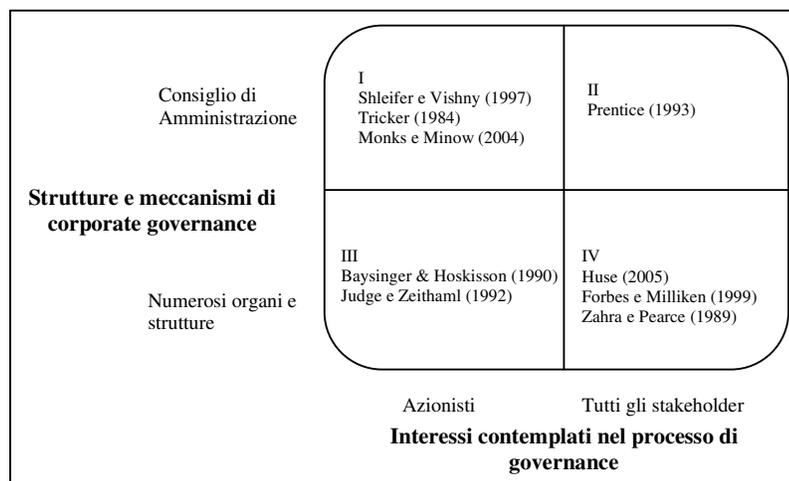


Figura 2 Le dimensioni della corporate governance (riadattamento da Zattoni)

Nel primo quadrante sono raggruppati gli studi che ritengono predominante la prospettiva degli azionisti e lasciano al Consiglio di Amministrazione l'onere di adempiere alla funzione di governo economico. Il Cda diventa così l'organo principale negli assetti di governance, e l'attenzione degli studiosi si è concentrata sulla sua composizione in termini di

³⁰ BLAIR adotta una prospettiva legalistica di analisi delle relazioni tra i molteplici soggetti ed organi di governo e controllo aziendale.

numerosità, indipendenza e capacità di esercitare un ruolo di controllo per tutelare gli azionisti dalle eventuali scelte opportunistiche del management³¹.

Il secondo quadrante esprime la posizione di coloro che riconoscono l'importanza di una pluralità di stakeholder che vanno considerati nello svolgimento della funzione di governo aziendale e che allo stesso tempo, considerano il board of directors come l'unico organo di governo dell'impresa. Quest'approccio definito *multi-agency approach* amplifica le responsabilità del CdA che non ha come unico principal esclusivamente i proprietari-azionisti, ma un ventaglio più ampio di attori. La finalità della corporate governance è la gestione dei molteplici conflitti che sorgono tra i diversi portatori d'interesse³².

Nel terzo quadrante si trovano le definizioni di corporate governance che auspicano una tutela esclusiva degli interessi dei proprietari attraverso una moltitudine di organi e meccanismi, interni ed esterni alle imprese. Anche in questo caso la corporate governance deve garantire la tutela dei portatori di capitale di rischio, e la garanzia che i managers perseguano la massimizzazione dello shareholder-value avviene attraverso un assetto istituzionale più variegato e complesso rispetto al semplice Consiglio di Amministrazione.

³¹ Nel primo quadrante ricadono la maggior parte degli studi sulla governance condotti tra la fine degli anni '70 e la metà degli anni '90, quando si era alla ricerca della composizione del board "ideale" in termini di mix tra insider e outsider, che fosse in grado di esercitare sia la funzione di governo che quella di controllo.

³² JENSEN, *Stakeholder*, rilancia gli studi precedenti adattandoli alle istanze poste dagli studiosi dello stakeholder approach.

Infine, gli approcci riconducibili al quarto quadrante adottano una definizione ampia di corporate governance, che non contempla in via esclusiva gli interessi di una classe di attori (gli azionisti/investitori), ma li pone su un livello privilegiato e non di assoluto dominio rispetto ad altri soggetti che pure hanno peso nello sviluppo dell'organismo aziendale. Inoltre, la tutela dei numerosi interessi non è ambito esclusivo del CdA o di altri organi formali, bensì si sviluppa attraverso un sistema complesso di relazioni tra ambiente istituzionale e caratteristiche proprie dell'impresa.

Oltre ad una funzione didascalica, l'illustrazione delle molteplici definizioni di corporate governance aiuta a comprendere e posizionare il presente contributo rispetto ad altri lavori. Nel prosieguo si farà riferimento ad una visione ampia di corporate governance, che non si limita all'analisi del funzionamento del Consiglio di Amministrazione in vista della tutela esclusiva degli interessi degli shareholders. Il modello su cui si è sviluppato il framework dell'“*agency approach*” trae la sua forza (e i suoi limiti) dal riferimento ad una specifica e ben definita classe di imprese, le *corporations*, appunto, da cui l'espressione *corporate governance*. Poiché il riferimento al funzionamento degli organi di governo prederà in considerazione anche le imprese di piccola e media dimensione, talvolta caratterizzate da una proprietà graniticamente concentrata nelle mani di un solo nucleo familiare, d'ora in

avanti il concetto di corporate governance sarà sostituito da un termine più appropriato: *governance*.

3. *Gli assetti di governo nei diversi sistemi capitalistici.*

Gli studi sulla governance delle imprese possono essere classificati secondo l'oggetto d'interesse e la finalità. Come sottolineato nei paragrafi precedenti, data l'ampiezza della disciplina, non esiste una chiave di lettura univoca e universalmente valida per identificare un filone che prevalga sugli altri³³. Volendo semplificare, la letteratura si è divisa su tre aree, al cui interno è possibile circoscrivere argomenti e tematiche ancora più ristrette³⁴.

Una prima classe di studi si concentra sull'analisi comparata dei diversi modelli di capitalismo che si sono diffusi nei paesi industrializzati (Europa Occidentale, Stati Uniti, Giappone), con un'apertura recente verso gli assetti istituzionali delle imprese asiatiche (in particolare quelle delle economie emergenti, India e Cina su tutte), dei paesi che stanno affrontando una transizione economica (quelle appartenenti all'ex blocco sovietico e in generale dell'Est Europa) e delle nazioni scandinave, da sempre in grado di coniugare il welfare ad uno sviluppo economico equilibrato. Questi studi hanno l'obiettivo di evidenziare le caratteristiche generali del sistema-paese

³³ Cfr ZATTONI, *Assetto delle imprese italiane*.

³⁴ DONNA, *Creazione*, parte dalla descrizione dei tre principali modelli di governo e ne offre una lettura in chiave di "creazione del valore", cioè analizzando la capacità che i tre diversi sistemi di governance possono offrire alle imprese per il raggiungimento dei propri obiettivi.

sotto il profilo degli assetti di governance, ed essendo questi ultimi influenzati da una molteplicità di fattori, vengono prese in considerazione una serie di variabili ambientali che possono esulare dalle specificità della singola impresa³⁵.

Riducendo il focus su un obiettivo più circoscritto, le analisi sugli specifici modelli di governo aziendale (public company, impresa consociativa, impresa familiare) tentano di evidenziare le caratteristiche distintive dei singoli assetti istituzionali, e vengono prese in considerazione anche le divergenze che esistono tra imprese riconducibili ad un medesimo sistema di governance³⁶.

Infine, ancora più in profondità, si ritrovano gli studi sui singoli elementi che caratterizzano i diversi modelli di governance³⁷. Il tema degli assetti proprietari, la composizione e il funzionamento degli organi di governo, il meccanismo di retribuzione di management e lavoratori, rappresentano un ventaglio ridotto degli elementi che possono essere indagati³⁸.

In questo paragrafo ci si riferisce alla prima classe di studi, in linea con la tradizionale tripartizione dei modelli di governance che si sono affermati

³⁵ GRIFFITHS & ZAMMUTO. *Institutional governance*.

³⁶ CLARKE, *Governance around*.

³⁷ Nel lavoro di HOPT & LEYENS *Board models*, sulle società quotate, il Consiglio di Amministrazione viene considerato come una variabile dipendente, soggetta a modifiche anche di rilievo al variare del complesso delle norme e della dispersione proprietaria in Germania, Francia, Gran Bretagna e Italia.

³⁸ GEDALJOVIK & SHAPIRO, *Management and ownership* presentano un'analisi comparata sulle strutture proprietarie e manageriali di cinque nazioni.

nelle economie capitalistiche occidentali³⁹. Ciò nella convinzione che composizione, ruoli, funzioni ed efficacia degli assetti di governo, siano fortemente legati al modello di governance dominante e pertanto non si può prescindere da essi.

Seppure sia condivisa l'idea che non è possibile associare in maniera netta un sistema di governo ad una sola o ad un gruppo ristretto di nazioni, con un certo grado di approssimazione si possono identificare tre principali modelli di governance che la letteratura ha classificato nel modo seguente:

- **Public company:** si è affermata principalmente nei paesi anglosassoni (Usa, Gran Bretagna, Irlanda, Australia, Nuova Zelanda)
- **Impresa consociativa:** si ritrova in Germania, Giappone e con una forma più blanda, nelle nazioni scandinave
- **Impresa familiare:** è il modello d'impresa di gran lunga più diffuso in tutto il pianeta, ma si riconosce la sua prevalenza nell'Europa Continentale e soprattutto in Italia.

I primi studi sui confronti tra modelli di capitalismo risalgono all'inizio degli anni '90, negli Stati Uniti. La crisi del sistema produttivo americano negli anni '80 e il fatidico sorpasso dell'economia giapponese generò un'enorme quantità di studi sulla competitività del sistema-paese. Porter nel

³⁹ AGUILERA & JACKSON *The cross-national diversity*, in *Academy of Management Review*, propongono un framework di analisi dei differenti sistemi di corporate governance che si basa sulle relazioni socio economiche e sull'ambiente istituzionale di riferimento.

1992, tentando di illustrare le possibili ragioni del rallentamento, evidenziò tra le cause possibili, anche una differente struttura di governo delle imprese giapponesi, che in virtù di una compagine proprietaria più coesa, riuscivano a pianificare sul lungo termine, senza l'ossessione dei profitti e dividendi a breve⁴⁰.

E' evidente che le ragioni del successo economico di un paese non siano da attribuire ad uno solo degli aspetti che condiziona la vita delle imprese, ma l'accento posto sul modello di governance ha avuto effetti considerevoli anche sulla produzione scientifica in materia⁴¹.

I modelli dell'impresa consociativa, familiare e la public company non sono prerogativa esclusiva di una sola nazione, ma la prevalenza e la diffusione di un determinato modello in uno specifico contesto è frutto dell'evoluzione storica e delle caratteristiche socio-economiche e culturali di un paese, che possono essere riassunte nei punti che seguono⁴²:

- Ruolo dello Stato nel sistema economico
- Sistema bancario e del credito
- Sviluppo del mercato finanziario
- Contesto legale

Gli aspetti menzionati sono evidentemente legati tra loro, anche se in determinate fasi storiche possono subire modifiche di rilievo. Il ruolo dello

⁴⁰ PORTER *Vantaggio competitivo*

⁴¹ VAN DEN BERGHE *Corporate Governance*.

⁴² ONIDA F. *Piccolo*.

Stato nell'economia, come attore diretto o semplicemente preposto a definire le regole e vigilare sulla correttezza dei comportamenti dei soggetti, può essere alla base di profonde differenze anche sugli assetti istituzionali delle imprese. Nei paesi in cui settori cruciali per l'economia sono stati sottoposti a forte regolamentazione o addirittura sono rimasti sotto il controllo diretto o indiretto dello Stato, esiste un gap enorme tra le imprese di grandi dimensioni e la stragrande maggioranza delle imprese private che difficilmente riescono a superare una soglia dimensionale critica per la competizione internazionale. Anche il sistema creditizio gioca un ruolo importante sul modello di governance delle imprese. Il caso italiano da questo punto di vista è sintomatico: in virtù di una legislazione particolarmente favorevole per gli Istituti di Credito, per i quali non è ipotizzabile il fallimento, la gestione delle Banche da parte delle Fondazioni non è stata sempre orientata all'efficienza. Le politiche di selezione del credito raramente hanno seguito una logica aziendale, riassunta in maniera esemplare da Zappa (1929) che affermava: *“la capacità di credito di un'impresa è data dalla propria capacità di reddito”*, mentre si prediligevano le garanzie personali o altri canali. La possibilità di attingere al capitale di debito, indipendentemente dal tipo di investimento, ha generato una profonda chiusura negli assetti proprietari delle imprese, che si sono riflessi nella sottocapitalizzazione e la dimensione ridotta anche per le aziende profittevoli.

Analogamente, il grado di sviluppo del mercato finanziario offre alle imprese un ventaglio di scelte più ampio per individuare le forme ottimali per finanziare la propria crescita, attraverso accordi di equity, l'apertura del capitale, o forme di finanziamento flessibili e non standardizzate secondo modelli degli anni '60⁴³.

Infine il contesto legale, cui già si è accennato in precedenza, che si sostanzia in un complesso di norme e codici a cui sono sottoposte le imprese. Temi come la tutela degli azionisti di minoranza, l'obbligo dell'Opa totalitaria in caso di raggiungimento di una determinata soglia del capitale nel corso della scalata e la possibilità di vedersi riconosciuti in maniera equa e rapida i propri diritti in casi di diatriba, incidono sul funzionamento dei modelli di governance aziendale.

3.1 Il modello della public company.

L'assetto di governo tipico del mondo anglosassone viene definito "market oriented" o "outsider system", e s'identifica con la public company, una tipologia d'impresa in cui si verifica una netta separazione tra proprietà, cioè i possessori dei diritti residuali e di controllo, e chi gestisce l'impresa per conto di questi ultimi. La principale caratteristica della public company è la presenza di un azionariato diffuso e fortemente disperso. E' opportuno

⁴³ Il contributo di PAGANO, PANETTA & ZINGALES, *Why companies*, illustra le motivazioni che possono condizionare il processo di quotazione e riprende i fattori che favoriscono o frenano il ricorso al mercato dei capitali di rischio.

sottolineare che la quotazione di una parte ingente o tutto il capitale di proprietà⁴⁴ dell'impresa, è condizione necessaria affinché ci si possa trovare dinanzi ad una public company intesa in senso classico; mentre non è sufficiente che un'impresa sia quotata perché essa sia considerata una public company. Nell'Europa continentale è frequente che imprese abbiano collocato sul mercato solo una parte del proprio capitale (come nel caso di numerosi gruppi familiari italiani, ma anche francesi e spagnoli) o che anche a fronte della perdita del controllo, attraverso una golden share, lo Stato mantenga una posizione predominante in assemblea.

L'estrema polverizzazione della compagine proprietaria ha due conseguenze immediate: il trasferimento del potere di governo dagli azionisti ad una classe di managers specializzati; e la mancanza di un controllo effettivo sull'operato del management perché nessun investitore ha un interesse tale nell'impresa da investire singolarmente in un'attività di monitoraggio i cui benefici sarebbero diffusi tra tutta la classe di investitori⁴⁵. Il modello della public company esiste come meccanismo efficiente⁴⁶ solo se il mercato finanziario è in grado di garantire agli investitori la tutela del proprio investimento. I meccanismi di controllo sui managers sono di due tipi: uno

⁴⁴ Si tende a considerare public company un'impresa contendibile sul mercato, ossia senza una maggioranza stabile o identificata attraverso patti di sindacato o accordi tra azionisti.

⁴⁵ HART, *Firms*.

⁴⁶ JENSEN E MECKLING, *Theory*; FAMA E JENSEN, *Separation* e FAMA *Agency Problems*, hanno illustrato perché e secondo quali condizioni, la separazione tra proprietà e controllo sia un meccanismo efficiente anche nonostante la presenza dell'opportunismo manageriale e dei costi di agenzia.

interno, il Consiglio di Amministrazione, su cui si sono concentrati la gran parte delle riforme, e soprattutto il mercato finanziario o dei prodotti venduti⁴⁷.

L'outsider system si traduce in un controllo esterno sull'operato dei managers e opera in questo modo: il valore del titolo negoziato in borsa è condizionato dai risultati precedenti dell'impresa, ma è soprattutto legato alle aspettative di remunerazione futura, in termini di capital gain e dividendi⁴⁸. L'insoddisfazione degli azionisti rispetto alle scelte del management si traduce in un decremento del prezzo di borsa che espone l'impresa al rischio di una "scalata" da parte di investitori che la ritengono sottovalutata rispetto alle potenzialità reali e sono disposte ad acquisirne il controllo. Generalmente l'insediamento di una nuova compagine di comando comporta l'azzeramento dei vertici dell'impresa. Se il meccanismo di controllo esterno è efficiente, il management ha interesse a soddisfare le richieste degli azionisti per salvaguardare la propria posizione.

Il Consiglio di Amministrazione è l'organo deputato al governo dell'impresa ed è, almeno sulla carta, espressione della compagine proprietaria. La realtà evidenzia che la scarsa concentrazione proprietaria rende il CdA un'"appendice" del top management, che attraverso il

⁴⁷ Il valore dell'impresa è la funzione del modello di governance che riesce a garantire o meno l'investimento degli azionisti, ma è soprattutto il frutto di una gestione attenta e che consenta alla corporation di collocare sul mercato i propri prodotti ad un prezzo remunerativo. In uno scenario differente, in cui il management si sia dimostrato incapace di cedere sul mercato i beni/servizi prodotti, con conseguenze sui risultati annuali e sul prezzo del titolo, si ipotizza che il mercato dei prodotti venduti abbia funzionato da meccanismo di governance perché comporta un cambio al vertice dell'impresa.

⁴⁸ VIGANÒ R. *Valore*.

meccanismo delle deleghe, riesce a dominare l'organismo da cui dovrebbe, in teoria, essere supervisionato⁴⁹.

3.2 *L'impresa consociativa.*

Con l'espressione "modello consociativo" s'intende fare riferimento ad una tipologia di imprese diffuse prevalentemente nel mondo nipponico (keiretsu) e renano⁵⁰, caratterizzate da un modello "insider system" per il governo e il controllo dell'attività aziendale. Ancora una volta, per comprendere i tratti salienti del modello, occorre partire dalla struttura della compagine azionaria. In letteratura l'assetto istituzionale renano-nipponico viene definito come il sistema *a proprietà ristretta*⁵¹ oppure a *controllo di coalizione*⁵².

La peculiarità del modello si rinviene nella struttura della compagine proprietaria, dove coesiste una duplice tipologia di investitori: 1) la prima classe di azionisti è costituita da investitori istituzionali (banche, fondi di investimento, enti pubblici o altre grandi imprese) che detengono, singolarmente o tramite accordi, il controllo dell'impresa. Gli investitori istituzionali rappresentano il "nocciolo duro" della proprietà, e data l'ingente

⁴⁹ MACE, *Myths and Realities*, HERMAN, *Corporate Control*, e LORSCH- MCIVER *Pawns or Potentates* dimostrano che il dominio manageriale sterilizza di fatto l'attività di controllo del Consiglio di Amministrazione.

⁵⁰ Un'indagine empirica condotta da Harvey (2006 Euram) pone in evidenza come il modello consociativo sia diffuso anche in Francia, specie nella grande impresa, dove coesistono banca e investitori di breve termine.

⁵¹ DONNA, Op. cit pagg 51

⁵² ZATTONI *Op. Cit*, pagg 37

quantità di risorse investite, hanno un orizzonte temporale per la remunerazione dell'investimento molto lungo⁵³ e non esclusivamente connessa al ritorno economico- finanziario; 2) la seconda classe di azionisti è rappresentata dal “parco buoi”, cioè dai possessori di quote del capitale di proprietà come forma di investimento temporaneo nell'impresa. Non sono coinvolti nell'attività di gestione dell'impresa e l'interesse principale è il ritorno a breve sull'investimento effettuato. Le differenze principali tra le due tipologie di azionisti sono rappresentate nella tabella seguente (tab.1).

	Azionisti del Nucleo Stabile	Investitori di minoranza
Ritorno atteso sull'investimento	Lungo termine	Breve termine
Coinvolgimento nella gestione	Elevato	Basso
Tipo di Remunerazione	Non esclusivamente economico (sinergie, potere contrattuale, etc)	Finanziario
Rischiosità dell'investimento	Elevata	Contenuta
Possibilità di liquidare l'investimento	Ridotta (l/t)	Elevata (b/t)

Tabella 1 Le principali differenze tra le classi di azionisti nel modello consociativo

⁵³ Il capitale azionario fornito dagli investitori istituzionali viene considerato capitale paziente, perché non punta su una remunerazione nel breve periodo.

Oltre che per la duplice tipologia di azionisti, le imprese consociative sono caratterizzate da un forte coinvolgimento nel processo decisionale di gruppi di stakeholder rilevanti per l'attività d'impresa. E' frequente trovare rappresentanti dei dipendenti dell'impresa all'interno degli organi direttivi, talvolta anche con potere di veto su decisioni strategiche di particolare rilievo⁵⁴.

Una peculiarità del modello consociativo è la "spaccatura" del principale organismo di governo aziendale (che altrove è il CdA) in due organi distinti, per cui si parla di "two-tier-system": il *Supervisory Board* (Consiglio di Sorveglianza) con funzione di vigilanza e definizione delle strategie, e l'*Executive Board* (Consiglio di Direzione) a cui è affidata la gestione aziendale⁵⁵. La separazione delle funzioni è dovuta alla necessità di contemperare le istanze di differenti classi di stakeholder nella fase decisionale, che si estrinseca nel Consiglio di Sorveglianza, senza che le eventuali diatribe incidano sull'ordinaria attività di gestione dell'impresa, di competenza del Consiglio di Direzione.

⁵⁴ Si segnala l'obbligo per le società quotate tedesche di destinare il 30% dei seggi nel Supervisory Board a rappresentanti dei dipendenti o delle categorie sindacali. Recentemente, a seguito di un dibattito politico molto intenso anche in Norvegia è stata adottata una misura simile che ricade sulle imprese costituite sotto forma di società di capitale.

⁵⁵ MONKS E MINOW, *Op. Cit.* e HOPT & LEYENS, *Op.Cit.*, sostengono che il ruolo del Consiglio di Sorveglianza è prevalentemente formale, di ratifica delle decisioni dei maggiori azionisti, tranne nelle ipotesi di crisi o di divergenza di interessi.

3.3 *Il capitalismo familiare italiano.*

Indipendentemente dalla definizione che si predilige per identificare le imprese familiari, queste rappresentano senza dubbio alcuno di gran lunga l'universo più ampio e variegato tra le differenti classi di impresa su scala mondiale⁵⁶. La convinzione diffusa che l'impresa familiare sia tipica dell'Europa Continentale ed in particolar modo dell'Italia, dipende dal fatto che, a differenza dei casi visti in precedenza, le grandi imprese, anche se quotate, sono possedute da una sola famiglia che ne detiene il controllo⁵⁷. Mentre nel mondo anglosassone la *corporation* di una certa dimensione è quotata, con una compagine proprietaria più o meno ampia e dispersa, nel modello renano-nipponico si assiste ad una coesistenza tra investitori istituzionali e piccoli azionisti, in Italia anche imprese di dimensione ragguardevole sono sotto il controllo di una (o gruppi) famiglia⁵⁸.

La caratteristica principale delle aziende familiari è rappresentata dal controllo granitico da parte di una sola famiglia, talvolta di un singolo proprietario che è anche l'imprenditore e colui il quale ha dato vita all'attività economica⁵⁹.

⁵⁶ Per la questione definitoria si rimanda a tre scritti di particolare interesse: ASTRACHAN, KLEIN & SMYRNIOS *F-Pec*, parlano di grado di familismo variabili, frutto dell'agire congiunto di tre effetti, Power, Culture ed Experience che definiscono l'incidenza del familismo in una data impresa. CORBETTA *Imprese familiari* individua le imprese familiari lungo tre dimensioni distinte; infine, VIGANÒ E., *Op. Cit.* suggerisce una visione ristretta di azienda di famiglia, che si trovi in seconda o terza generazione, con il capitale graniticamente chiuso nelle mani di una o al massimo due famiglie proprietarie, e dove sia palese l'intenzione di trasferire l'attività ad un erede.

⁵⁷ GABRIELSON, *Boards in SMEs*.

⁵⁸ AGANIN E VOLPIN *History*, e BARCA E BRECHT *Control*.

⁵⁹ CORBETTA E MONTEMERLO, *Comparison*.

L'estrema concentrazione proprietaria nega di fatto l'assunto alla base degli studi sulla corporate governance dominati dalla prospettiva esterna: poiché i proprietari sono anche managers dell'impresa, non si presenta la relazione di agenzia che caratterizza la public company ed in parte l'impresa consociativa. Raramente, nei casi in cui l'impresa sia quotata può sorgere un problema di agenzia con riferimento agli azionisti di minoranza che potrebbero sentirsi espropriati dei benefici residuali che gli spettano a vantaggio di scelte che massimizzano l'utilità della famiglia proprietaria attraverso i "private benefits"⁶⁰.

Al contrario di quanto si sia spinti a credere, ingannati anche da una presunta semplicità dei processi produttivi e dei rapporti con clienti, fornitori e finanziatori, la governance delle imprese familiari presenta elementi di complessità tali da spingere non pochi studiosi a sostenere che gli assetti di governo delle imprese familiari siano addirittura più complessi rispetto alle altre tipologie di impresa⁶¹.

Se da un punto di vista formale gli organi di governo sono i medesimi in tutte le società (Assemblea degli Azionisti, Consiglio di Amministrazione, Collegio Sindacale), indipendentemente dal grado di concentrazione proprietaria e dalla tipologia dei soggetti nelle vesti di azionisti, è invece nella sostanza che i meccanismi di governance assumono funzioni e rilevanza differenti. Nelle aziende familiari, in particolare, si sono affermati ulteriori

⁶⁰ MONTEMERLO *Governo*.

⁶¹ PIEPER, *Corporate Governance in Family Firms*.

organi di governo, quali il consiglio di famiglia, i comitati o altri strumenti come i patti familiari.

L'approccio del filone di studi sugli “*assetti istituzionali*”, quando applicato alla corporate governance⁶², offre spunti interessanti per comprendere la struttura e il ruolo dei meccanismi menzionati in precedenza, caratterizzati da una forte sovrapposizione tra impresa e famiglia. L'intensità della sovrapposizione è legata alla *numerosità dei soggetti familiari coinvolti* in azienda, al *contributo apportato dagli stessi* e alle *ricompense attese*: il modo in cui questi elementi interagiscono e si relazionano, determina *l'equilibrio dinamico tra i contributi e ricompense che tengono assieme la struttura*. L'*overlap* tra azienda e famiglia si palesa principalmente in due modi: innanzitutto attraverso il trasferimento della ricchezza familiare all'interno dell'azienda (e viceversa), o ancora attraverso la profusione del lavoro quotidiano dei membri della famiglia all'interno dell'organizzazione.

4. *La relazione tra modello di governance e performance aziendale.*

Pur nell'incertezza persistente se dover considerare la governance una disciplina, un tema di studio o solo una funzione (aziendale o del mercato

⁶² La prospettiva degli “assetti istituzionali” offre una prospettiva di analisi molto interessante in tema di governance nelle imprese familiari: la relazione tra 1. soggetti coinvolti nell'attività aziendale; 2. contributi offerti; 3. ricompense attese e 4. meccanismi di equilibrio dinamico tra i tre gli elementi che precedono, presenta connotati specifici molto differenti rispetto alle imprese non familiari, in cui il contributo dei proprietari si limita (generalmente) al capitale investito. Per un'ampia disamina degli studi sugli assetti istituzionali delle imprese familiari si vedano: AIROLDI, *Assetti istituzionali*, e ZATTONI, *Assetto delle imprese italiane*.

azionario), resta indiscussa l'idea che questa appartenga a pieno titolo all'ambito economico, almeno nella prospettiva che questo lavoro, e quelli a cui si fa riferimento, adotta.

In quanto tale, l'espressione "corporate governance" o solo "governance" ha un'accezione concreta, e si riferisce a problemi reali e non ha contenuti metafisici, neppure se posta in relazione ai quesiti più complessi come "cos'è un'azienda?", "chi comanda e verso quali fini dovrebbe essere indirizzata?". Gli studiosi di governance hanno da sempre cercato di comprendere l'impatto dei differenti assetti di governo sulla performance aziendale e sul funzionamento di un sistema economico-finanziario, se si predilige un'ottica economico-generale.

Nella letteratura si possono identificare tre distinti filoni che hanno investigato le possibili relazioni tra governance e performance, o meglio ancora, "valore" aziendale. La ricerca di un legame tra le due variabili ha seguito sempre un percorso unidirezionale, nel senso cioè di verificare l'impatto di un determinato modello di governo sul valore delle imprese, e diretto, senza considerare la possibile esistenza di relazioni intermedie. Solo di rado, negli ultimi anni, ci si è posti nell'ottica che in realtà potesse essere la performance delle imprese ad impattare sul modello di governance adottato (e non viceversa) o addirittura che si tratti di una relazione bidirezionale e non univoca⁶³. Molto più frequente è il caso in cui tra governance e performance

⁶³ Il problema qui sollevato è di grande importanza, sia teorica che pratica. Huse (2006) sottolinea che le analisi unidirezionali (governance- performance) non consentono di cogliere a pieno l'intensità

vengano identificate variabili intermedie che possono “mediare” o incidere sulla relazione⁶⁴.

Un’ampia parte della letteratura economica confronta i diversi assetti possibili, in una sorta di analisi comparata tra i modelli di governance dominanti nel mondo capitalistico e gli effetti sulla ricchezza prodotta dalle imprese e la distribuzione della stessa sulla comunità degli stakeholders. Gran parte degli studi riconducibili a quest’approccio hanno preso in considerazione i tre modelli di governance illustrati nel paragrafo precedente (public company, impresa consociativa e impresa familiare) per valutarne la capacità di produrre ricchezza sul lungo termine ed incentivare la competitività delle imprese per garantire effetti benefici sul sistema-paese (fig 3).

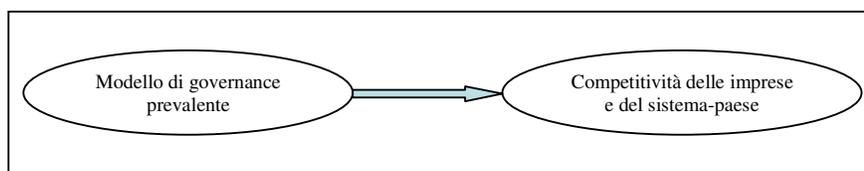


Figura 3 Gli studi comparativi sui modelli di capitalismo

Le grandezze prese in considerazione in questo tipo di analisi pongono a confronto le diverse strutture proprietarie, i meccanismi di controllo sulle

della relazione. Su questo stesso tema AIROLDI *Op. Cit.* si chiede provocatoriamente perché l’assetto istituzionale non possa essere considerato il frutto di una scelta strategica dell’impresa, al pari della struttura organizzativa o del mercato e delle modalità con cui competere. L’accettazione di una tale impostazione logica, favorirebbe senza dubbio anche un approccio metodologico differente rispetto a quello attuale che considera il modello di governance come un “dato”, una variabile statica che incide sulla performance aziendale.

⁶⁴ HUSE *Behavioural*

imprese o la presenza di regolamentazione più o meno stringenti con lo sviluppo del mercato finanziario (in termini di capitalizzazione della borsa, incidenza sul PIL⁶⁵), il potenziale di crescita delle imprese (quote di mercato o fatturato) o anche a grandezze macroeconomiche (effetti sulla bilancia commerciale, occupazione, capacità di export).

Ciò che emerge da un confronto tra i risultati degli studi condotti seguendo questo approccio è una grossa eterogeneità, nonostante il rigore metodologico assicurato da gran parte delle indagini condotte: non esiste un modello di corporate governance valido in tutte le condizioni, in grado di garantire sul lungo periodo performance durature alle imprese che costituiscono il tessuto produttivo di una nazione. Emerge piuttosto un predominio momentaneo di un assetto di governo sugli altri, si veda il caso del “sorpasso giapponese” o della fenomenale crescita delle economie scandinave degli ultimi anni, ma nelle convinzioni degli studiosi, sicuramente esistono altre variabili contestuali che influenzano la relazione⁶⁶.

Su un piano differente rispetto a quello appena illustrato si sono posti gli studiosi che hanno investigato l’impatto dell’introduzione o delle modifica dei codici di autodisciplina o di nuove normative da parte del legislatore in un dato paese, sul valore delle imprese. In genere queste indagini sono state

⁶⁵ I dati sul peso delle borse nazionali sul prodotto interno lordo dei diversi paesi sono ripresi da ZATTONI *Op.Cit.*, rielaborati da Van Den Berghe (2002).

⁶⁶ DEMSETZ E LEHN *Structure*, presentano seppure in momenti storici differenti e con assunti differenti, gli effetti della struttura proprietaria sulla capacità dell’impresa di generare redditi futuri.

condotte su campioni di imprese quotate, per le quali fosse possibile misurare direttamente l'impatto delle nuove regole sul valore.

La ratio sottostante alla ricerca di una relazione tra disciplina codicistica e impatto sul valore ha una matrice molto prossima agli studi di finanza e financial economics. Gli interventi sulle regole che disciplinano il comportamento dei managers, gli obblighi di comunicazione, la composizione e ruoli degli organi di governo e di controllo aziendale hanno un impatto immediato e sul valore azionario delle imprese⁶⁷. Come sottolineato da numerosi "event studies" l'introduzione e l'applicazione di un nuovo set di regole di governance (e contabili) incentiva l'investimento da parte degli azionisti, che ipotizzano un minor rischio di espropriazione della ricchezza dei managers. Il beneficio per il valore dei titoli è diffuso e generalizzato, con differenze dovute a strutture azionarie più o meno concentrate, anche se solo sul breve periodo⁶⁸. Le indagini impostate secondo questo modello ignorano l'effetto che le nuove discipline possono avere sull'efficienze e sulla funzione di governo aziendale (fig. 4).

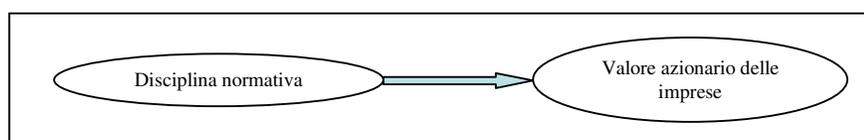


Figura 4 Modello di analisi nella relazione tra normativa e valore aziendale

⁶⁷ Grove e Basilico (2004 Eiasm conference).

⁶⁸ Bandettini (2004 eiasm)

Un altro gruppo di studiosi si è interessato alle relazioni tra i singoli organi o meccanismi di governance e gli effetti in termini di performance o valore dell'impresa. Le variabili più indagate sono state la composizione del Consiglio di Amministrazione (numerosità, separazione dell'incarico di presidente del CdA da amministratore delegato, percentuale degli amministratori indipendenti o esterni sul totale, etc) o anche le specifiche strutture di governance adottate dalle singole imprese, come l'introduzione di piani di stock options⁶⁹ per i dirigenti e managers, l'adozione di un codice interno di "best practice" per la governance, solo per citare quelli più numerosi⁷⁰ (fig.5).

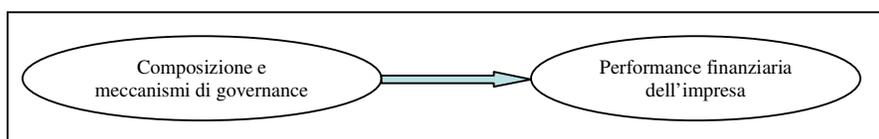


Figura 5 Relazione tra strutture e meccanismi di governance e performance finanziaria

Nei tre lavori più diffusi in letteratura, in cui viene presentata una *review* sistematica dei risultati empirici che gli studiosi hanno riportato nell'arco di quindici anni sui temi appena menzionati, emerge una totale mancanza di coerenza tra essi. Zahra e Pearce (1989) partendo da un'assoluta

⁶⁹ Per una disamina esauriente sull'origine, diffusione e problematiche contabili relative all'introduzione dei piani di retribuzione legati ai risultati aziendali, si rimanda a CATUOGNO *Stock Options*.

⁷⁰ Si segnala un articolo di KOSNIK *Greenmail*, sull'utilizzo dello strumento della greenmail da parte del management di imprese statunitensi per neutralizzare i tentativi di scalata a cui erano sottoposte le imprese governate da loro.

discordanza nei risultati delle indagini proponevano un nuovo modello *integrato* di valutazione della relazione tra *governance mechanisms* e *financial performance*; a distanza di anni, nel 1996, Johnson, Daily e Ellstrand, in un'indagine simile condotta sugli studi concentrati sull'indipendenza del CdA, sottolineano ancora una volta la totale indipendenza della performance aziendale dalla prevalenza o meno di *outside directors* nel CdA. Nel 1998, poi, Dalton, Daily, Johnson e Ellstrand, in un articolo pubblicato su *Strategic Management Journal* ripropongono una review degli studi sul legame tra leadership nel CdA e performance, ancora una volta confermando una marcata mancanza di correlazione.

L'elemento comune che emerge nell'osservazione dei risultati ottenuti da coloro che si sono occupati della relazione tra governance e performance o valore dell'impresa, è la mancanza di omogeneità rispetto ad un framework di analisi condiviso. Le criticità sono dovute principalmente a ragioni di ordine metodologico e teorico⁷¹. Innanzitutto, nella scelta della variabile dipendente, ovvero nella grandezza più idonea a rappresentare la performance dell'impresa, si registra una grande discrezionalità che se da un lato rappresenta un bias nella ricerca, dall'altro non consente una comparabilità assoluta tra le risultanze empiriche dei diversi studiosi. Coloro che hanno utilizzato misure contabili come indicatore della performance aziendale, hanno avuto un'ampia scelta tra profitti, variazione del patrimonio netto, Roe, Roi,

⁷¹ MONKS E MINOW *Op. Cit.* pagg 89.

Roa, pur con tutti i limiti che queste grandezze presentano nel loro costrutto. Di frequente sono stati invece usati indicatori più “raffinati” come l’Eva oppure, partendo dal risultato contabile, veniva inclusa la dinamica degli intangibili. Altri ancora hanno utilizzato grandezze meno arbitrarie come il fatturato o la crescita annua, la quota di mercato, il numero di dipendenti o il grado di innovazione.

Nonostante la varietà nella ricerca della grandezza più adeguata, le indagini empiriche devono confrontarsi con un problema intrinseco ad un tipo di analisi unidimensionale che fa dipendere la performance aziendale esclusivamente da uno o pochi aspetti collegati alla governance. Pare evidente a chi scrive che non si possa negare una relazione tra i meccanismi di governo e i risultati (sia come performance che riflessi nel valore di mercato) dell’impresa, così come è importante per le organizzazioni dotarsi di buoni sistemi di governance, ben diverso però è ricondurre questi risultati esclusivamente al modo in cui la funzione di governo viene esercitata. I recenti scandali degli ultimi anni hanno mostrato che meccanismi di governance inefficaci comportano una distruzione di valore per azionisti e tutti gli stakeholders, mentre non è sufficiente che si abbia una buona governance per garantire risultati significativamente positivi sul lungo termine⁷².

In tutti gli studi appena rivisitati, l’oggetto esclusivo d’indagine è la grande impresa, generalmente quotata, in cui gli organi per la governance sono formalizzati e facilmente identificabili. Recentemente è emersa al centro degli

⁷² PUGLIESE, *Strategic Involvement*.

interesse degli studiosi anche l'impresa di dimensioni ridotte, che presenta criticità differenti rispetto alla *corporation* quotata, ma che pure sono meritevoli di attenzione⁷³.

Un contributo importante nel colmare il gap esistente tra strutture e meccanismi di governance e la performance (non solo reddituale) dell'impresa viene dagli approcci "behavioral"⁷⁴, cognitivo⁷⁵ e contingente⁷⁶ nella definizione dei ruoli e delle funzioni degli organi di governo e di controllo sull'attività d'impresa. I nuovi riferimenti teorici comportano anche una modifica profonda nelle metodologie d'indagini adottate: nel momento in cui si è compreso che la composizione e le caratteristiche "formali" imposte attraverso norme più o meno obbligatorie, non sono sufficienti a garantire un funzionamento equilibrato dei sistemi di governo, si afferma la necessità di passare ad una tipologia di analisi incentrata sui "processi"⁷⁷ e che contempli l'osservazione diretta o partecipata.

⁷³ GABRIELSON, *Op. Cit.*.

⁷⁴ CYERT E MARCH *Behavioural*, per la prima volta presentarono un approccio comportamentale per la spiegazione dei fenomeni aziendali.

⁷⁵ FORBES E MILLIKEN, *Cognition* e GABRIELSON E WINLUND, *Board working style*.

⁷⁶ HUSE, *Op. Cit.*, ZATTONI, *Op. Cit.*

⁷⁷ SAMRA-FREDRICKS, *Board in action*.

CAPITOLO SECONDO

LA FUNZIONE DEI MECCANISMI DI GOVERNANCE IN UNA PROSPETTIVA “ESTERNA” E DI MERCATO

SOMMARIO: 1. Da Berle e Means all’agency theory. – 2. I paradigmi di riferimento: separazione tra proprietà e controllo, “shareholder value” e razionalità degli attori. – 3. Gli organi di governo come “meccanismo di governance”: indipendenza e conflitto d’interessi. – 4. I limiti degli approcci “esterni” allo studio della “corporate governance”: analisi empirica e nota metodologica.

1. *Da Berle e Means all'agency theory.*

In questo paragrafo introduttivo al capitolo secondo si ripercorrono le fasi principali che hanno contraddistinto gli studi sulla corporate governance. La sintesi storica consente di riprendere i vari approcci (economico generale, aziendale, giuridico) che hanno determinato il crescente interesse verso il tema del governo delle imprese.

Nonostante gli studi sulla corporate governance siano un fenomeno recente, che si è sviluppato rapidamente negli ultimi venti anni, il dibattito sul tema del governo delle imprese ha sempre interessato imprenditori, managers, accademici, studiosi ed operatori economici. Se si osserva con una prospettiva storica, il tema della corporate governance appare molto datato, e non sono rari gli interventi in cui si fa rinvenire agli studi di fine XVIII° secolo da parte di Adam Smith o a quelli di Marshall, cento anni più tardi, i primi segni della nascita di una disciplina così diffusa⁷⁸. Il dibattito sia scientifico che politico sul tema è stato caratterizzato da grandi “salti” e, a periodi di intensa attenzione sono seguiti lustri di oblio. I momenti di maggiore interesse coincidono con i periodi in cui si manifesta una “discontinuità” nel rapporto

⁷⁸ Le opere dei primi economisti classici, il cui pensiero ha senza dubbio rappresentato la base per coloro che li hanno seguiti, avevano uno spettro di intervento molto ampio, senza l'esigenza di una specializzazione sempre più spinta a cui si assiste negli studi economici. Naturalmente i primi discorsi sull'impresa, la produzione e l'organizzazione dell'attività produttiva erano talmente ampi da comprendere anche il tema del governo dell'impresa, pur se questo non costituiva il principale ambito di interesse degli studiosi menzionati. Senza voler nulla sottrarre ai meriti di Smith e Marshall, si preferisce attribuire ad altri il merito di aver posto al centro dell'attenzione il problema della governance delle imprese nell'accezione presente.

tra i soggetti che partecipano alla vita delle organizzazioni, o nel legame tra imprese e clienti o in relazione al mercato finanziario.⁷⁹

Il problema del governo economico delle imprese nasce per disciplinare il rapporto tra soggetti che sono legati dall'aver intrapreso un'attività economica comune. Fino alla fine del XIX° secolo le aziende non costituivano entità autonome, ma erano intimamente legate, anche sotto il profilo giuridico all'imprenditore o al responsabile dell'attività economica sottostante. La responsabilità di risultati economici negativi ricadeva per intero sul titolare dell'attività economica: non esisteva ancora il concetto di responsabilità limitata.

L'aumento nella complessità dei rapporti commerciali e di produzione comportò la nascita di una nuova forma legale per poter gestire le relazioni economiche: si affermano cioè le società giuridiche a responsabilità limitata, nelle quali, la perdita massima che un individuo può subire è pari al valore dell'investimento effettuato. L'effetto di quest'innovazione è dirompente: diventano possibili accordi tra soggetti interessati ad un medesimo investimento, seppure con prospettive temporali e di partecipazione differenti. In questo modo, da un lato per gli imprenditori diventa possibile attingere ad un mercato dei capitali per finanziare la crescita della propria impresa, per effetto della "garanzia" offerta all'investitore esterno di una perdita massima pari alla quota di interessenza nella società.

⁷⁹ Rispetto all'esigenza di contestualizzare l'evoluzione degli studi sull'impresa e il legame con una modifica nei "paradigmi interpretativi delle aziende moderne", si rimanda a LAI, *Paradigmi interpretativi*.

In seguito, la possibilità di cedere su un mercato azionario parte delle quote di proprietà delle imprese, sancisce la nascita di un soggetto nuovo, non interessato alla gestione dell'impresa, ma solamente ad esercitare i propri diritti di proprietà sulle quote residue del risultato aziendale. In questo modo, il rapporto tra imprenditore e investitori non si basa più esclusivamente sulla conoscenza, ma è dettato da ragioni di aspettative e convenienza economica⁸⁰.

Nel 1932 Berle e Means pubblicano uno studio empirico sulla struttura proprietaria e di controllo delle tre maggiori imprese americane operanti nel settore dei trasporti, dei servizi e industriale, che al tempo erano quotate sul principale mercato azionario⁸¹ degli Stati Uniti. *“The Modern Corporation”* rappresenta una svolta nel modo in cui studiosi ed operatori approcciano il problema delle strutture proprietarie e di governo delle imprese. Berle e Means sottolineano come l'impresa moderna abbia una struttura proprietaria sempre più frazionata, soggetta a cambiamenti rapidi e continui in termini di numerosità dei proprietari e grado di concentrazione della compagine azionaria⁸². Un altro elemento che emerge dallo studio, è l'affermazione di una separazione tra i soggetti chiamati a gestire le risorse aziendali, orientandole verso livelli di redditività attesi (in linea con il rischio) e coloro

⁸⁰ GALBRAITH, *Storia*.

⁸¹ Se “Wall Street” rappresenta un mito, un'icona per le imprese che volessero raccogliere capitale finanziario cedendo parte del capitale sociale, c'è da sottolineare come per effetto di una cultura di mercato più datata, da sempre esistono i “borsini locali” su scala cittadina o a livello di Stato Federale, dove sia per una ragione di costi che per motivi di conoscenza, rappresentano un'opportunità per le imprese di reperire risorse dal mercato senza dover ricorrere al NYSE o al NASDAQ.

⁸² Il commento è un riadattamento da HERMAN, *Corporate Control*.

che possiedono i “residual control rights”, cioè il supremo potere volitivo in azienda.

La ricerca ha inoltre ricostruito la struttura azionaria di numerose imprese e il dato più eclatante è la diffusione del fenomeno di frammentazione azionaria all'interno del sistema economico statunitense⁸³. I risultati delle indagini sottolineano che in casi isolati il principale azionista possedeva una quota rilevante del capitale, tale da consentirgli di orientare le scelte del management ed esercitare un controllo attivo su di esso. Il contributo di Berle e Means pone al centro dell'interesse prevalente lo sviluppo di una società moderna, in cui managers e proprietari sono soggetti differenti e la proprietà si presenta scarsamente coesa e molto eterogenea.

Dopo il fenomenale interesse suscitato in seguito allo studio di Berle e Means, per diversi lustri il problema della corporate governance è stato accantonato, almeno come riferimento diretto negli studi dei principali economisti. Dalla fine degli anni '50 fino alla metà degli anni '70 si può osservare uno sviluppo fiorente delle teorie manageriali che pure indirettamente hanno condizionato il tema del governo economico delle imprese.

Rigettando l'assunto principale delle teorie classiche e neo-classiche secondo cui l'imprenditore gestisce l'impresa secondo la propria funzione di utilità, e in vista della massimizzazione del profitto, le teorie manageriali sostengono che nelle imprese di grandi dimensioni, con azionariato diffuso,

⁸³ ZATTONI, *Op. Cit.*

l'obiettivo della massimizzazione del profitto viene sostituito dalla funzione di utilità dei managers⁸⁴.

La teoria dei costi di transizione (Williamson 1964) offre un contributo indiretto rispetto al problema del governo economico delle imprese, illustrando come un meccanismo di coordinamento interno (il Consiglio di Amministrazione su tutti) sia una scelta più efficiente rispetto all'ipotesi in cui sia lasciata al libero mercato la funzione di disciplinare il rapporto tra managers e azionisti.

Negli anni '70 la scuola di Harvard, partendo da una prospettiva tipicamente aziendalista, rivoluziona gli studi sulla corporate governance. Le prime indagini empiriche sulla composizione e funzionamento dei *board of directors* delle principali *corporations* americane e inglesi evidenziano una scarsissima capacità del CdA di svolgere in maniera efficace il ruolo di coordinamento e di controllo che gli viene attribuito. Myles Mace nel 1971 presenta i risultati di un'indagine empirica condotta attraverso interviste ad amministratori delegati, consiglieri e presidenti del CdA di numerose *corporations* americane, da cui emerge la totale sudditanza di boards passivi e dominati dal management, al punto da parlare di *managerial hegemony*. Contemporaneamente, il fallimento di importanti società quotate spingono gli organismi di vigilanza e le società preposte alla gestione delle Borse Valori, a rivedere i meccanismi di controllo sull'operato dei managers.

⁸⁴ BAUMOL, *Business Behaviour*, e WILLIAMSON. *op. cit.*

La prospettiva “esterna” o di mercato rispetto al tema della corporate governance ha come riferimento principale la relazione tra managers, azionisti e Consiglio di Amministrazione, alla ricerca di meccanismi di equilibrio che garantiscano il funzionamento del mercato attraverso la tutela degli azionisti di minoranza.

Seguendo questo incipit teorico, Jensen e Meckling⁸⁵ nel 1976 introducono il concetto della relazione d’agenzia e dimostrano come possa essere efficiente una struttura proprietaria frammentata fino a teorizzare la scomparsa della figura dell’imprenditore classico, che assume a se le funzioni di managers e proprietario, per arrivare all’impresa manageriale.

2. I paradigmi di riferimento: separazione tra proprietà e controllo, “shareholder value” e razionalità degli attori.

La teoria dell’agenzia costituisce uno dei costrutti teorici che ha maggiormente influenzato gli studi economici, dalla finanza all’accounting, dall’organizzazione al management. Forte di una grande tradizione e di un rigore, in alcune delle sue varianti anche matematico, che pochi approcci teorici possono vantare, ha inciso profondamente anche sulle concezioni della

⁸⁵ JENSEN E MECKLING (1976). L’articolo, apparso sul Journal of Financial Economics, “*Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*” è unanimemente riconosciuto come il punto di partenza nelle relazioni tra principal e agent secondo l’ottica statunitense della public company.

corporate governance intesa come disciplina atta a regolare i rapporti tra managers, proprietari e organi di governo⁸⁶.

L'“*agency theory*” ha una radice profonda negli studi di financial economics⁸⁷ e si fonda sulla relazione tra due categorie di soggetti: il principale, che detiene il potere volitivo e i diritti di proprietà sul complesso degli asset aziendali, e l'agente, il soggetto chiamato a gestire le risorse per conto del proprietario. La separazione tra proprietà e controllo si genera nelle grandi imprese quotate, nelle quali la presenza di una miriade di azionisti, ciascuno con una quota di minoranza del capitale, non interessati o impossibilitati a svolgere la funzione imprenditoriale⁸⁸, lascia di fatto al management la possibilità di disporre delle risorse aziendali.

Pur partendo da una relazione apparentemente così semplice⁸⁹, la teoria dell'agenzia, nei suoi sviluppi e nell'applicazione rispetto al tema della corporate governance, utilizza una serie di assunzioni semplificatrici, rispetto al comportamento umano, alle finalità dell'impresa e alle condizioni di equilibrio dell'impresa.

Già Adam Smith nel celebre “La ricchezza delle Nazioni” nel riferirsi alle *joint stock companies* (le società a responsabilità limitata in grado di

⁸⁶ Si rinvia al capitolo precedente per una disamina delle definizioni e della visione “ampia” o “ristretta” sulla corporate governance come ambito di studi.

⁸⁷ ZAHRA E PEARCE, *Review*.

⁸⁸ CORBETTA, RAVASI & HUSE, *Crossroads of Entrepreneurship*.

⁸⁹ Le relazioni di agenzia e il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei soggetti, sostengono Jensen e Meckling (1976) si possono verificare in qualunque contesto ci siano almeno due attori con una finalità comune. Se A e B hanno un medesimo obiettivo e A può prevedere che B si produrrà in un grande sforzo per raggiungerlo e il beneficio sarà uguale per entrambi, A tenderà ad evitare sforzi ed otterrà un risultato più che proporzionale rispetto all'impegno profuso, massimizzando la propria utilità.

favorire l'ingresso di diverse classi di azionisti nella compagine azionaria delle imprese) riteneva inefficiente la soluzione di affidare a managers professionisti la gestione dell'impresa: come immaginare che possano agire nell'intento di massimizzare il valore dell'azienda se i benefici dell'incremento non sarebbero spettati a loro direttamente?

Seppure non in maniera così forte da "scardinare" il sistema dell'impresa moderna, il paradosso sollevato da Smith ha condizionato il framework teorico dell'agency theory che si fonda su un modello del comportamento umano di stampo neoclassico. La teoria neoclassica assume che gli individui siano dotati di razionalità illimitata e inseguono la massimizzazione dell'utilità individuale. In sostanza, si rifà al concetto di *homo economicus* cioè in grado di conoscere tutte le circostanze future, e le aspettative sul futuro sono tutte coincidenti.

L'investitore in queste condizioni si trova a fronteggiare una duplice situazione di carenza informativa: a) l'agente agirà secondo la propria funzione di utilità marginale o nell'interesse del principale? e b) quale sarà il risultato dell'azione intrapresa dal manager e quali effetti avrà sul valore dell'investimento? A causa dell'impossibilità di definire contratti completi, in cui le parti contraenti possano definire apriori quali sono le azioni da intraprendere in vista di quale risultato, e determinare la ricompensa adeguata, rimane un'alea di incertezza nella relazione tra le due parti coinvolte.

Le due classi di attori, i principali e gli agenti hanno funzioni di utilità differenti e, soprattutto, divergenti: la funzione di utilità marginale delle imprese in ipotesi di massimizzazione del profitto è differente rispetto a quella dei managers che hanno interessi propri a perseguire benefici privati a scapito della massimizzazione del valore per gli azionisti⁹⁰.

L'interesse specifico degli investitori è la crescita del valore delle risorse impiegate in un arco congruo di tempo e in linea con il profilo di rischio associato: l'incremento del valore del titolo nel periodo t-0 e l'eventuale distribuzione del dividendo rappresentano le due modalità per conseguire l'obiettivo prestabilito. Per i managers, invece, la situazione è differente: l'incremento del valore dell'impresa nell'ottica degli azionisti può non coincidere con la volontà dei managers. Una serie di esempi servono a chiarire la divergenza: i managers tendono a preferire un'impresa di grandi dimensioni per questioni di prestigio personale; la crescita attraverso operazioni di acquisizione, accordi, alleanze con altre imprese "drena" risorse o quanto meno le tiene avvinte all'economia dell'impresa non rendendole disponibili per un'eventuale distribuzione del dividendo; situazione analoga si presenta quando i managers devono scegliere le dotazioni personali per il proprio lavoro (auto aziendale, benefits), il cui costo ricade sugli azionisti mentre i benefici sono solo privati.

⁹⁰ A differenza di quanto accade nelle realtà, con i fallimenti clamorosi di imprese, qui si parla di benefici privati che siano leciti, come paghe ingiustificate, macchine aziendali di lusso, e benefits di qualsiasi sorta. I comportamenti illeciti non sono contemplati perché costituiscono comunque una deviazione dalla norma.

Il paradigma della divergenza degli interessi comporta l'esigenza, da parte degli azionisti, di esercitare una sorta di controllo sulle scelte dei managers che potrebbero non essere in linea con gli obiettivi dell'impresa. Nell'ipotesi di polverizzazione estrema della compagine proprietaria, nessuno degli investitori ha intenzione di sostenere singolarmente elevati costi per il monitoraggio dei managers che andrebbero a beneficio di tutti. Una forma di tutela per l'azionista nei confronti del management è la possibilità di rivolgersi al mercato e vendere le proprie quote di partecipazione nella società. Analogamente, il Consiglio di Amministrazione si pone come organo deputato ad esercitare la funzione di controllo sull'operato del management per conto degli azionisti.

Per esplicitare infine l'ultimo paradigma alla base della teoria dell'agenzia può essere utile riprendere una parte dell'articolo di Shleifer e Vishny (1997) in cui si chiedono "in che modo i finanziatori possono assicurarsi di ottenere un ritorno sull'investimento"⁹¹. Il punto centrale diventa palese: tutelare lo "*shareholder value*" e non altri portatori d'interesse in via prioritaria.

Un'impostazione di questo tipo è ampiamente diffusa nei paesi capitalisti, in cui si ritiene che i diritti di governo economico devono essere

⁹¹ Nella parte iniziale dell'articolo "A Survey of Corporate Governance", Shleifer e Vishny (1997) affermano "*How do suppliers of finance get managers to return some of the profits to them? How do they make sure that managers do not steal the capital they supply or invest in bad projects? How do suppliers of finance control managers?*"

attribuiti ai conferenti di capitale di rischio e l'impresa deve porsi come obiettivo la massimizzazione del ritorno per gli azionisti⁹². La centralità dello shareholder value ha una duplice origine: a) da un punto di vista del mercato finanziario, un investitore che non fosse garantito circa il fatto che i comportamenti del management saranno orientati verso la massimizzazione del proprio investimento, non avrebbe alcun interesse nel compiere l'investimento stesso; b) da un punto di vista della tutela e dell'equità, il conferente di capitale di rischio è il soggetto maggiormente esposto all'espropriazione di ricchezza da parte del manager. Come avremo modo di vedere in seguito, nel capitolo conclusivo, il paradigma dello shareholder value come riferimento primario nei modelli di governance viene sostituito da una visione più ampia, che parte dal riconoscimento dell'esistenza di imprese diverse dalla *corporation*, e dal concetto che possono almeno coesistere nella mente dell'investitore anche finalità meta-economiche, come è evidente nel caso delle imprese familiari⁹³.

3. I meccanismi di controllo interni ed esterni per la tutela degli investitori: indipendenza e conflitto d'interesse.

L'essenza della teoria dell'agenzia si rinviene nella separazione tra i titolari dei diritti residuali e diritti di proprietà sugli asset aziendali, e i soggetti

⁹² RAPPAPORT, *Creating*.

⁹³ MONTEMERLO, *op.cit.*

chiamati a gestire le risorse, indirizzandole verso un fine preordinato. In altri termini, si tratta della separazione tra proprietà e controllo del *bundle of resources* che con cui si identifica un'impresa⁹⁴.

Il nodo cruciale nella relazione tra principale e agente è come garantire all'azionista un ritorno sull'investimento adeguato rispetto alle attese temporali e il profilo di rischio. La divergenza degli interessi e le differenti funzioni di utilità comportano l'insorgere di potenziali comportamenti opportunistici del management, a scapito della ricchezza degli azionisti. Seguendo un approccio di tipo utilitaristico che condiziona il comportamento di azionisti e managers, questi ultimi sarebbero in una posizione tale da poter ottenere benefici privati attraverso la gestione, che non sono necessariamente in linea con l'ipotesi di massimizzazione del valore azionario dell'impresa.

L'asimmetria informativa che si genera tra principali e agenti è tutta a scapito dei primi, i quali, a causa di *lack of information*, non possono giudicare agevolmente il comportamento degli amministratori. Questo meccanismo di "estorsione della ricchezza" da parte dei managers ai danni degli azionisti⁹⁵, se non arginata, può comportare il fallimento del mercato finanziario: chi investirebbe risorse proprie senza un'ampia garanzia di poter monitorare in che modo e verso quali obiettivi esse verranno utilizzate?

⁹⁴ Nella letteratura contrattalista o legalistica l'impresa viene definita come un *nexus of contracts*, un insieme di contratti tra diversi soggetti con finalità differenti, che trovano più conveniente non stipulare un accordo singolo con ciascuno dei contraenti, ma si rivolgono ad un'entità giuridica fittizia per minimizzare i costi.

⁹⁵ "Managers can abscond with the money; managerial expropriation of funds can also take more elaborate forms than just taking the cash out, such as transfer pricing". SHLEIFER E VISHNY intendono sottolineare che le modalità attraverso cui i managers possono ridurre la ricchezza dei proprietari sono molteplici e non necessariamente illecite o perseguibili con azioni legali.

I problemi appena menzionati rappresentano il punto di partenza di una serie di provvedimenti, azioni, norme, che hanno inteso garantire che la forma aziendale della *corporation* sia comunque efficiente⁹⁶. I modelli di governance che nel tempo si sono sviluppati soprattutto nei paesi anglosassoni, si riferiscono ad un modello d'impresa specifico, con una determinata criticità e con un set di assunzioni molto stringenti sulla natura del comportamento umano.

Le aree di intervento su cui si sono concentrati per decenni gli sforzi di studiosi e policy-maker, che a più riprese si sono occupati dell'argomento, investono quattro aree distinte, tutte caratterizzate dall'idea di fondo di dover ridurre la possibilità di comportamenti opportunistici da parte dei managers. Laddove il problema principale era il disallineamento degli interessi tra due classi di attori, bisognava fare in modo che gli obiettivi potessero coincidere, almeno in parte. La risposta alla provocatoria domanda di Smith sul "perché aspettarsi che un gruppo di soggetti dovessero spingere per una massimizzazione del valore da cui non avrebbero tratto benefici diretti" arriva dall'introduzione di meccanismi di retribuzione legati alla performance impresa⁹⁷.

Legare i compensi del top management ai risultati aziendali, di cui avrebbero beneficiato in prima istanza gli azionisti, era considerato un intervento in grado di mettere sullo stesso piano gli interessi monetari dei

⁹⁶ JENSEN E MECKLING, *op. cit.*; FAMA E JENSEN, *op. cit.*; EISENHARDT *op. cit.*.

⁹⁷ Sul tema della retribuzione del top-management attraverso le stock options si suggerisce CATUOGNO, *op. cit.*; e AIROLDI-ZATTONI, Piani.

principali e degli agenti. Come si illustrerà nel paragrafo seguente, questo meccanismo non sempre ha garantito i risultati attesi.

Di natura simile anche l'espedito attraverso cui rendere "proprietari" gli stessi managers, in modo da incrementare il loro commitment nei confronti dell'impresa per conto della quale essi operano. In questo modo, spiegano Jensen e Meckling, la curva di utilità del management si avvicina a quella degli azionisti, perché il sacrificio di risorse finanziarie per ottenere benefici privati avrebbe ricadute maggiori di zero (nell'ipotesi di completa esclusione dal capitale)⁹⁸.

Di natura differente sono gli interventi di carattere giuridico-legale che hanno tentato di arginare lo strapotere manageriale. La possibilità per gli azionisti di rivolgersi alle istituzioni giudiziarie per vedersi riconosciuti il diritto ad un comportamento del management in linea con i propri interessi, si è affermato quasi esclusivamente negli Stati Uniti, dove le corti federali hanno la facoltà di giudicare l'operato degli executives⁹⁹.

A differenza dell'allineamento degli interessi visto in precedenza, il meccanismo che tende ad assicurare gli investitori è la minaccia di possibili azioni legali che grava sui managers. La possibilità di esercitare i propri diritti

⁹⁸ Nell'ipotesi l'imprenditore abbia il 100% delle azioni, qualsiasi scelta che tende a procurargli benefici personali a scapito della redditività aziendale è efficiente perché egli sosterrà per intero il costo e la scelta è dettata dalla propria curva di utilità marginale. Se il proprietario decide di cedere una percentuale α delle azioni in proprio possesso, in modo da conservare il controllo sull'impresa, le future scelte di ricorrere a *private benefits* sarà condizionata dal fatto che a fronte di un beneficio totale che ottiene, sostiene solo una parte del costo ($1-\alpha$) perché la parte restante è a carico degli azionisti di minoranza. Questa ipotesi- spiegano Jensen e Meckling- è portata all'estremo nel caso di totale separazione del possesso delle azioni dall'attività di gestione delle risorse aziendali, perché gli agenti che ottengono benefici privati non sostengono neppure una minima parte del costo che ricade per intero sugli azionisti.

⁹⁹ MONKS E MINOW, *op. cit.*, pg 258.

con una forma molto decisa, quale la *class action*¹⁰⁰ consente agli azionisti di esercitare una pressione, seppure indiretta, sugli *executives*.

Nei modelli cosiddetti *outsider system* un'importantissima funzione di disciplina del top management è assolta dal mercato dei capitali attraverso il *market for corporate control*. La contendibilità delle imprese, ovvero la possibilità per uno o un gruppo di azionisti di poter ottenere il controllo della società attraverso un takeover, agisce come meccanismo a difesa degli azionisti.

Il valore di mercato dell'impresa, che si riflette nel prezzo di negoziazione, è funzione sia delle aspettative di redditività e dalla capacità dell'organizzazione di generare flussi finanziari futuri, ma incorpora anche un giudizio sull'operato del management che deve essere in grado di perseguire i progetti migliori nell'interesse degli azionisti. Nell'ipotesi in cui una società con un riconosciuto potenziale reddituale e finanziario fosse gestita secondo criteri non ispirati alla massima efficienza ed efficacia, il prezzo delle azioni esprimerebbe la disapprovazione da parte degli investitori che penalizzano il titolo. In realtà un corso azionario basso rispetto alle attese della comunità finanziaria rappresenta in primis una minaccia per gli *executives*, che rischiano una mancata conferma all'assemblea annuale, o addirittura il licenziamento da parte di un eventuale nuovo acquirente intenzionato a

¹⁰⁰ La pratica della *class action* è particolarmente efficace nelle ipotesi conclamate di frodi da parte del management che ha ridotto il valore dell'investimento degli azionisti. Il caso dei comportamenti illeciti segue anche canali differenti dal punto di vista giudiziario. Più complesso invece è dimostrare che pur nella liceità, l'atteggiamento degli *executives* non ha avuto come principale finalità quella dell'incremento dello shareholder value.

riportare su valori di redditività attesi la società gestita in maniera non ottimale (vedi box 1).

Se $P(m) < P(e)$ e $C(t) < [P(e) - P(m)] * N$

L'investitore avrà una convenienza immediata ad acquistare le azioni dell'impresa ad un prezzo $P(m)$ ed attendere che risalgano ad un valore $P(e)$

$P(m)$ indica il prezzo attuale di mercato delle azioni

$P(e)$ indica il prezzo potenziale nell'ipotesi di gestione efficiente

$C(t)$ indica il costo del takeover per il raider

N indica il numero delle azioni necessarie per ottenere il controllo della società

Box 1 Ipotesi di convenienza nel lanciare una scalata.

Il mercato delle acquisizioni aziendali è tanto più efficiente quanto minori sono i costi (C) che il raider deve sostenere per controllare la società che s'intende scalare. La convenienza marginale dell'investimento è funzione del prezzo del titolo quotato al momento del takeover, delle attese di crescita del titolo e proprio dell'ammontare dei costi per finanziare l'Opa¹⁰¹.

Quando si adotta questa prospettiva di analisi, rispetto all'esigenza di monitorare il comportamento del management, il tema principale è come rendere efficiente il sistema del *market for corporate control* attraverso interventi che consentano: a) agli investitori attuali dell'impresa di poter scegliere liberamente se accettare o meno le proposte del raider, senza che vi siano penalizzazioni a causa di comportamenti ostativi del management; b)

¹⁰¹ HART, *Op. Cit.*

agli eventuali azionisti di minoranza di non dover sopportare i costi di agenzia che pure si generano in presenza di un azionista di controllo¹⁰².

Per completare la disamina dei meccanismi atti a limitare i comportamenti opportunistici del management, bisogna prendere in considerazione un ampio ventaglio di organismi che si sono proliferati nel tempo, crescendo di numero all'intensificarsi dei casi di fallimento delle imprese dovuti a meccanismi di governance approssimativi.

Il principale organo di governo e controllo è il Consiglio di Amministrazione, nominato dall'Assemblea degli azionisti, che ha la funzione di portare all'interno dell'impresa le istanze degli investitori (o secondo alcuni, degli stakeholder) e monitorare il comportamento degli executives¹⁰³. Quando si parla della funzione di controllo del CdA ci si riferisce all'insieme delle attività volte a prevenire o sanzionare i comportamenti scorretti dell'alta direzione aziendale¹⁰⁴. La domanda che ha alimentato il dibattito sul tema della composizione e funzionamento del CdA è “come garantire che il board eserciti il controllo sull'operato del management in maniera efficiente?”.

Un amplissimo filone di ricerca, supportato anche da numerosissimi interventi legislativi o normativi, si è prodotto nello sforzo (vano) di definire il

¹⁰² La riforma 262/2005 e il Testo Unico sulla Finanza del 1998 rappresentano a detta di numerosi esperti in materia un ottimo sistema che tutela la libertà di scelta degli azionisti nel periodo precedente l'Opa e garantisce la possibilità (ex-post) di cedere azioni di minoranza nel caso di cambio della proprietà non gradito, attraverso l'obbligo di Opa residuale da parte del raider in caso di successo dell'iniziativa. Attualmente il Parlamento Europeo sta discutendo un nuovo progetto di riforma della disciplina del mercato finanziario, che tuttavia sembra meno garantista rispetto a quello italiano.

¹⁰³ TARTAGLIA POLCINI, *Area del Controllo*.

¹⁰⁴ ZATTONI, *Op.Cit.*

miglior Consiglio di Amministrazione, in termini di composizione e funzionamento. Il dibattito si è concentrato in particolare sul tema dell'indipendenza degli amministratori dal management, nella convinzione che un CdA autonomo fosse in grado di esercitare al meglio la funzione di monitoraggio che gli viene assegnata. Il Consiglio di Amministrazione si compone di 4 diverse figure che nella prospettiva del controllo hanno compiti differenti:

1. Amministratore Delegato (Ceo o President nella *corporation*);
2. Presidente del CdA (Chairman e generalmente Presidente dell'Assemblea degli Azionisti);
3. Amministratori esecutivi (Inside Directors, che hanno un incarico esecutivo nell'impresa);
4. Amministratori esterni (Outside Directors, che non hanno legami diretti con l'attività d'impresa).

L'amministratore delegato è il soggetto principale del CdA, assume a se gli incarichi e le deleghe più importanti e rappresenta il trait d'union tra il Consiglio di Amministrazione e i managers che sono alle sue dirette dipendenze. Il Presidente del Cda ha la funzione primaria di garantire un corretto funzionamento dell'organo che è chiamato a presiedere: stabilisce priorità, definisce il timing degli incontri, informa gli altri amministratori sull'esito dei meeting, si assicura che le riunioni formali del board siano svolte secondo le regole, ed è considerato l'espressione diretta degli azionisti nel

CdA. Gli amministratori interni sono coloro che ricoprono un incarico dirigenziale nell'impresa, che hanno una funzione operativa ed esecutive e sono alle dipendenze dell'amministratore delegato. Infine, gli amministratori esterni sono gli elementi che "garantiscono" l'indipendenza del CdA da un possibile dominio da parte dei managers.

Le quattro figure brevemente descritte costituiscono le "pedine" della gran parte dei processi di riforma del funzionamento del CdA che negli anni si sono proposti a tutte le latitudini.

Il primo aspetto generalmente preso in considerazione è la *numerosità del CdA*: quanti amministratori deve avere una società per garantire una funzione di controllo efficace? La discussione sul numero dei consiglieri non ha prodotto risultati omogenei: se una parte degli osservatori spinge per un board ampio, in modo tale da avere più soggetti preposti alla funzione di controllo, una parte rilevante degli studiosi ha sottolineato l'inefficacia di un CdA troppo numeroso in cui ciascuno dei consiglieri è portato ad ipotizzare che qualcun altro svolgerà il proprio compito¹⁰⁵.

Successivamente l'attenzione si è spostata sulla separazione dell'incarico di amministratore delegato da quello di presidente del CdA: la cosiddetta *Ceo duality* veniva ritenuta dannosa nella misura in cui il soggetto da controllare (amministratore delegato) è anche il responsabile (Chairman)

¹⁰⁵ I maggiori detrattori della composizione di board numerosi sono gli studiosi del funzionamento del CdA da una prospettiva sociologica. Wesphal applicando i risultati dell'osservazione del comportamento dei gruppi di individui, rileva che l'attitudine dei soggetti a svolgere la propria mansione si riduce se il gruppo è ampio, perché si ritiene verosimilmente che altri potranno adempiere al compito, senza la necessità di replicarlo invano.

dell'organismo preposto a tale controllo. La separazione delle due cariche è obbligatoria in gran parte delle nazioni, per effetto dell'applicazione dei nuovi codici di autodisciplina¹⁰⁶ diffusi nella comunità finanziaria. Anche in questo caso non mancano i sostenitori del “dualismo” ritenendo che la conoscenza diretta dell'amministratore delegato rispetto alle criticità dell'impresa, costituisce l'unico modo per indirizzare il dibattito del consiglio sulle questioni prioritarie.

L'aspetto che più di tutti ha catalizzato l'attenzione è la percentuale degli amministratori indipendenti sul totale (*outsider ratio*). Un consigliere esterno al team manageriale dovrebbe essere più propenso a criticare gli eventuali comportamenti scorretti degli executives, rispetto ad amministratori che hanno un legame forte con l'amministratore delegato. Utilizzando ancora una volta l'assunto di razionalità estrema dell'individuo, si è ritenuto che un board per essere indipendente deve essere composto in maggioranza da consiglieri esterni, con nessun tipo di vincolo (o ricattabilità) rispetto alla struttura organizzativa. Ovviamente non si è giunti all'identificazione di un rapporto ideale tra numerosità dei consiglieri interni o esterni¹⁰⁷ al fine di garantire autonomia del board.

La problematica appena accennata consente di riferirsi ad uno dei concetti predominanti nel dibattito sulla corporate governance, cioè la condizione di indipendenza del CdA e del conflitto di interessi che può

¹⁰⁶ Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana (2006).

¹⁰⁷ HUSE, *Simultaneous*.

investire l'impresa a tutti i livelli e si riferisce a ciascun organo preposto alla funzione di controllo¹⁰⁸.

Esistono anche altri meccanismi di controllo interno nati seguendo una prospettiva esterna alla governance. Accanto alla figura del *revisore esterno*, con il compito di verificare la corretta applicazione delle norme contabili, la veridicità e la significatività nella comunicazione economico-finanziaria d'impresa, si sono affermati numerosi comitati con una funzione circoscritta:

1. *Nomination Committee*: è il comitato preposto all'individuazione e alla nomina dei nuovi consiglieri di amministrazione. Nella maggior parte dei casi deve essere composto da amministratori esterni o indipendenti per garantire che il processo di selezione e nomina sia gestito in maniera indipendente dal top management;
2. *Compensation Committee*: ha il delicato compito di stabilire il compenso per l'alta direzione; anche in questo caso si vuole evitare che i compensi siano definiti dai diretti interessati;
3. *Audit Committee*: nasce con una funzione di interfaccia verso il revisore esterno; se a quest'ultimo viene attribuito il compito di verifica sull'informativa contabile, l'audit committee esercita un controllo di legittimità e di sostanza rispetto alle scelte del management.

¹⁰⁸ HANSEN, *Questioning independence*.

In tutti i comitati è auspicata la presenza maggioritaria di amministratori indipendenti, che possano garantire un funzionamento efficiente dell'organo. Gli ultimi cinque anni hanno registrato un irrigidimento ulteriore nei codici di regolamentazione in cui viene distinta la figura dell'amministratore esterno da quello indipendente, sancendo che "è indipendente colui che ha cessato da almeno tre anni qualsiasi rapporto di collaborazione con l'impresa"¹⁰⁹.

4. I limiti degli approcci "esterni" allo studio della "corporate governance": analisi empirica e nota metodologica.

Ad osservare l'evoluzione del dibattito sulla corporate governance e il recente fermento che nell'arena internazionale si registra rispetto a questa disciplina, non si può fare a meno di notare che questo tema è soggetto a periodi di grossa attenzione da parte della comunità scientifica ed economica e periodi di semi-oblio. In genere è "sufficiente" che managers incapaci e scorretti provochino clamorosi fallimenti alle imprese chiamati a governare per riportare al centro dell'attenzione il dibattito sul modello di governance delle imprese e sul sistema dei controlli. Poi, al variare dell'intensità delle crisi e della sfiducia degli investitori, i diversi paesi si organizzano per mettere su

¹⁰⁹ In questo caso ci si riferisce alla definizione adottata nel codice di autodisciplina italiano, ben consapevole del fatto che i criteri di identificazione degli amministratori indipendenti possono variare al mutare del contesto e della disciplina.

un sistema di checks & balances rinnovato e ancora più rigoroso di quelli precedenti.

Gli approcci esterni alla governance hanno come riferimento principale la tutela degli investitori e indirettamente del mercato finanziario. E mentre la comunità scientifica predilige questa prospettiva secondo gli assunti neoclassici circa il funzionamento delle imprese e il comportamento umano, nell'ambiente economico di ciascun paese hanno bene in mente il problema della competitività delle aziende e del rischio connesso ad un'improvvisa ritrosia degli investitori a convogliare i propri risparmi verso le imprese.

Il discorso sui limiti della prospettiva esterna rispetto alla corporate governance può essere spiegato attraverso un loop, un circolo che partendo dall'osservazione della realtà, dalle pratiche che si sono diffuse, dai modelli prevalenti e dai limiti che questi mostrano, passa a riconsiderare un framework teorico rinnovato che possa ritornare nuovamente alla pratica attraverso contributi nuovi e più coerenti rispetto alle esigenze delle imprese (fig. 6).

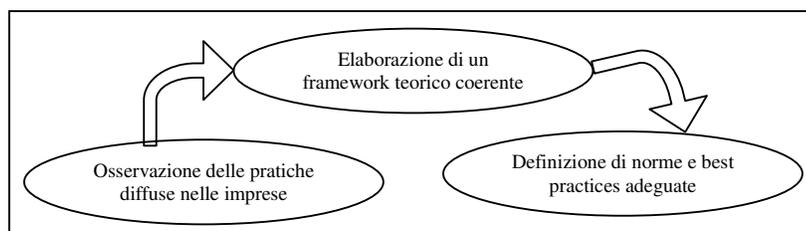


Figura 6 Loop "Empirismo-Teoria-Pratica"

In questo paragrafo si analizzano i limiti della prospettiva esterna alla governance da un punto di vista teorico, riprendendo gli assunti discussi nelle pagine precedenti, empirico, attraverso una rassegna dei principali contributi in letteratura, e metodologico, facendo riferimento al modo in cui la comunità accademica si relaziona alla corporate governance nel tentativo di offrire riferimenti e analisi da cui prendere spunto.

Il paradigma di riferimento nell'approccio esterno alla corporate governance è radicato negli studi di finanza e di financial economics e condiziona fortemente soprattutto l'oggetto e lo scopo di una disciplina che sembra avere contorni più ampi (tab. 2).

	Prospettiva “esterna”	Prospettiva “interna”
Obiettivo dell'impresa	Massimizzazione dello shareholder value	Soddisfare le attese dei diversi stakeholder
Relazione tra azionisti e managers	Conflittuale e interessi divergenti	Non necessariamente divergenti e disallineati (stewardship theory)
Funzione dei meccanismi di governance	Limitare l'opportunismo manageriale	Garantire efficacia ai processi decisionali e di governo
Comportamento umano	Utilitaristico e razionale	Razionalità limitata. No all' "homo economicus"
Unità di analisi dello studioso	Impresa dall'esterno	Impresa dall'interno, relazioni e funzionamento
Obiettivo dell'azionista	Dividendo e capital gain	Gestione, crescita e affermazione personale
Tipologia di impresa	<i>Corporation</i>	Anche piccola e media impresa con capitale chiuso
Interesse rispetto al CdA	Composizione e demografia	Ruoli, processi e performance
Ruolo del CdA	Controllo e riduzione degli agency costs	Funzioni differenti e mutevoli

Tabella 2 Approccio esterno ed interno allo studio della governance

Nella tabella precedente si riassumono condizioni e caratteristiche degli approcci esterni alla corporate governance, messi a confronto con una serie di elementi che la letteratura aziendale ha evidenziato in seguito, contribuendo in questo modo ad ampliare il panorama ristretto della corporate governance limitata alla sole imprese grandi, quotate e con migliaia di azionisti (di minoranza). Le imprese di piccole dimensione costituiscono un ambito di estremo interesse¹¹⁰ per gli studiosi di governance proprio a causa della sovrapposizione della proprietà con il governo, il predominio di organi e relazioni informali così come dell'importanza di obiettivi non solo economico-finanziari di breve periodo, ma di carattere meta-economico.

Le numerose semplificazioni e assunti alla base degli approcci esterni, se da un lato sono garanzia di efficacia nell'ambito in cui si applicano, dall'altro presentano il limite strutturale di non poter essere "esportate" o "emulate" in contesti differenti. Le teorie contingenti alla corporate governance, a cui sarà lasciato ampio spazio nel capitolo conclusivo, tendono proprio a considerare le peculiarità del contesto come uno dei possibili elementi alla base di differenze significative nell'assetto istituzionale delle imprese¹¹¹.

Per concludere con l'analisi dei limiti teorici, il ruolo degli organi di governo e di controllo sono sempre stati osservati in termine di composizione

¹¹⁰ GABRIELSON, *op. cit.*

¹¹¹ GABRIELSON E HUSE, *op. cit.*

demografica, attribuendogli la funzione di monitoraggio, senza mai esplicitare, “operazionalizzare” o tradurre in un complesso di azioni a loro volta controllabili.

Il rispetto pedissequo delle norme, anche nelle indagini comparative¹¹² in cui si valuta l’applicazione dei dettami codicistici, serve solo a valutare la capacità di seguire protocolli più o meno restrittivi¹¹³; al contrario, si rivela totalmente inadeguata nell’ipotesi in cui si deve stabilire l’efficacia dei diversi assetti di governo.

Le indagini empiriche condotte sull’efficacia dei meccanismi di governance hanno evidenziato che ciascuno degli elementi su cui ha fatto leva l’insieme degli interventi tesi a limitare l’opportunismo manageriale, è stato neutralizzato, o non è in grado di assolvere appieno la funzione originaria per cui è stato ideato.

Il primo contributo importante da questo punto di vista è quello di Myles Mace nel 1971 “Board of Directors: Myths and Reality” che dà vita al filone di studi “*managerial hegemony*” in cui si nega il Consiglio di Amministrazione sia un organo realmente efficace, specie nelle grandi imprese, sia sotto il profilo del controllo sull’operato dei managers, che per la

¹¹² VAN DEN BERGHE, *op. cit.*

¹¹³ Le imprese possono essere sottoposte a tre differenti tipi di norme che hanno peso e rilevanza differenti. In primo luogo c’è la disciplina legislativa, e in quanto tale obbligatoria, che generalmente si applica a tutte le aziende di una medesima forma giuridica; la seconda forma di disciplina può derivare dalle Authority, dagli organi di vigilanza o dalle società che gestiscono le borse valori: si tratta in genere di codici di Autodisciplina, che il mercato decide di dotarsi per una maggiore efficienza. Sono facoltativi per le imprese, ma obbligatori di fatto per coloro che ricorrono al mercato dei capitali. Infine, ci sono i codici interni di corporate governance, che si stanno diffondendo negli ultimi anni tra le imprese di dimensioni maggiori, con un grado di flessibilità

nomina/destituzione degli amministratori o per il contributo strategico. Il CdA è dominato dal Ceo dell'impresa, che ha un enorme potere di condizionare il giudizio degli altri *directors*. Tale situazione è favorita anche dal meccanismo di cooptazione e di nomina dei nuovi amministratori, su cui sempre deve esserci il parere favorevole dell'amministratore delegato, e che è definito come un *old boys'club*, un gruppo di amici che condividono background e problematiche.

La nomina (frequente) nella delicata posizione di amministratore indipendente di esponenti del top management di altre imprese, è solo un modo per perpetuare il dominio sul CdA per due motivi: 1) il contributo reale di un soggetto che riveste un ruolo di primo piano in altre imprese non può essere decisivo per semplici questioni di tempo ed interesse; 2) per una sorta di analogia, il nuovo amministratore sa che non sono graditi interventi da parte degli indipendenti che contraddicono il pensiero del top management, e per una sorta di gentlemen agreement, non avrà l'ardire di respingere una proposta del Ceo che l'ha voluto nel CdA¹¹⁴.

Anche i meccanismi di controllo esterno, attraverso il takeover e il market for corporate control hanno mostrato limiti evidenti. Il dilagare di varie forme per neutralizzare le scalate ostili al management, rendendole molto onerose e sconvenienti (vedi box1), hanno ridotto notevolmente la capacità del mercato di agire come elemento di controllo esterno all'impresa. Tra gli strumenti adottati dal management per opporsi alla scalate è opportuno

¹¹⁴ Il testo è stato ripreso da Mace

menzionare le “*poison pills*”, le pillole avvelenate che consistono in onerosi esborsi di risorse finanziarie da parte del nuovo proprietario in caso di azzeramento della direzione esistente¹¹⁵. Analogamente i *golden parachutes*, paracaduti dorati per il management silurato che si garantiscono laute ricompense per un eventuale perdita del lavoro. Attraverso le *greenmail* invece i managers agivano direttamente sul mercato, acquistando le azioni della propria impresa, riducendo il numero di quelle a disposizione del raider e causando un aumento immediato del valore del titolo¹¹⁶. Per concludere, una pratica frequente per neutralizzare tentativi di scalate ostile, è il ricorso al *cavaliere bianco*, un investitore vicino al management, che decide di concorrere con una scalata parallela e contemporanea rispetto a quella ostile.

Neppure i tentativi fatti per allineare gli interessi di azionisti e managers hanno portato il risultato atteso. Le stock-options come meccanismo di remunerazione del management sono divenute una pratica sempre più diffusa, anche a causa del vantaggio fiscale che generano in capo al soggetto che le esercita. Anche per i meccanismi di retribuzione legata alla performance si sono palesati limiti enormi: l’abuso di questa forma di remunerazione è divenuto evidente nel momento in cui imprese che per anni avevano visto diminuire il proprio valore di mercato, o che avevano subito una forte detrazione nel *market share* o dei tradizionali indicatori di redditività,

¹¹⁵ MONKS & MINOW, *op. cit.* pg 236. Le pillole avvelenate costituiscono una minaccia per il raider in quanto possono comportare un depauperamento dell’impresa acquisita nel momento in cui il vecchio management può esercitare il diritto a portare con se stabilimenti, benefits o altri asset di valore.

¹¹⁶ Uno studio completo sul meccanismo delle greenmail è quello di KOSNIK, *op. cit.*.

elargivano compensi stratosferici al management che li aveva condotti ad una situazione economico-finanziaria tutt'altro che florida.

Recentemente è stato sottolineato dalla rivista Forbes che lo squilibrio tra la remunerazione del top management e dei dipendenti delle imprese¹¹⁷ si è addirittura incrementato per effetto dei meccanismi di remunerazione variabile (ma solo verso l'alto!).

Quando studiato da un'ottica esterna, il CdA è solo un meccanismo di governance alternativo al mercato o alle pratiche adottate per allineare gli interessi, e si rinnega la funzione primaria di organo di governo¹¹⁸. Sotto un profilo metodologico, quest'approccio ha comportato una grossa disomogeneità nei numerosi studi effettuati sulla relazione tra board of directors e performance aziendale.

Raramente è stato investigato il modo in cui gli organi di governo si comportavano al variare delle numerosità, della separazione tra le cariche di amministratore delegato e presidente del CdA, o ancora all'aumentare del numero degli *outside directors*. Si è assunto, tacitamente che la risposta delle imprese fosse una invariante, sempre uguale indipendentemente dalle condizioni esterne o interne. Il board è stato considerato una *black box*, un

¹¹⁷ Nell'articolo si confronta il rapporto tra la remunerazione annua di top managers nel 2002 e quello del 2005. La forbice si è ampliata di oltre il 100% in un triennio. Recentemente su questo tema anche il Sole24Ore ha presentato un diagramma in cui si confronta la crescita della retribuzione media di dipendenti e managers, al netto dell'inflazione, e si conferma la strada divergente anche in Italia.

¹¹⁸ ZAHRA E PEARCE, *Strategic involvement*.

organo da non investigare se non dall'esterno, in termini di demografia e composizione¹¹⁹.

Per ciò che concerne poi l'aspetto di maggiore interesse legato ad una prospettiva esterna alla governance, ossia l'indipendenza e l'eliminazione del conflitto di interessi, anche in questo caso si sono riscontrati due errori metodologici che hanno portato Johnson, Daily ed Ellstrand nel 1996 a dimostrare una totale mancanza di correlazione tra l'indipendenza (o meno) del board e la performance dell'impresa. Il primo errore riguarda la *proxy* utilizzata per definire l'indipendenza del CdA (dal management), ovvero l'*outsider ratio*¹²⁰, che nulla dice circa le attività intraprese dagli amministratori indipendenti per "limitare" il potere del management. Il secondo limite negli studi sull'indipendenza riguarda invece l'unità di analisi¹²¹ scelta: il Consiglio di Amministrazione è un organo collegiale e di gruppo, non è quindi corretto analizzare l'indipendenza dei singoli soggetti per motivi di convenienza, senza osservare in che modo gli attori interagiscono¹²².

Negli studi sulla governance e in particolare sul Consiglio di Amministrazione, si sta affermando una tendenza al *micro-approach*¹²³, all'osservazione diretta del comportamento (e non della semplice composizione) dei membri del board.

¹¹⁹ PUGLIESE, *op. cit.*

¹²⁰ L'*outsider ratio* viene calcolato attraverso il rapporto tra numero degli amministratori esterni su quelli interni, o in percentuale dei primi rispetto al totale.

¹²¹ CORBETTA P., *Ricerca Sociale*

¹²² HANSEN, *op. cit.*

¹²³ HUSE E LANDSTROM, *Contextual differences*; SAMRA FREDERICKS, *Boards in Action*, JOHNSON, MELIN E WHITTINGTON, *Micro Strategy*; NORDQVIST, *Ownership and Strategizing*.

L'esigenza che diversi studiosi del Consiglio di Amministrazione sottolineano sempre più di frequente ¹²⁴ è la necessità di modificare non solo l'oggetto di analisi, ricorrendo ad una prospettiva interna e un framework più ampio, che contempli anche le imprese di piccola e media dimensione¹²⁵, ma anche di rivedere gli approcci metodologici di analisi dei fenomeni. La crescente condivisione di tecniche proprie dell'indagine sociale, come l'osservazione partecipata e in generale l'analisi processuale consentono una più approfondita comprensione di ciò che accade durante le riunioni del Consiglio di Amministrazione, in modo tale da poter indirizzare su strade più corrette anche la pratica.

¹²⁴ HUSE, *op. cit.* (2005)

¹²⁵ HUSE, *op. cit.* (1990)

CAPITOLO TERZO

IL CONTRIBUTO DELLE TEORIE MANAGERIALI NELL'IDENTIFICAZIONE DELLE FUNZIONI DEGLI ORGANI DI GOVERNO

SOMMARIO: 1. Dai meccanismi di “checks & balance” alla prospettiva di creazione del valore. – 2. “Stewardship theory” e “stakeholder approach” nell’identificazione dei fini e i suoi risvolti nel governo aziendale. – 3. Oltre la funzione di controllo: i molteplici ruoli degli organi di governo. – 3.1 Il contributo del CdA nella definizione della strategia. – 3.2 Il “service role”: dalla legittimazione esterna all’apporto di risorse scarse. – 4. L’efficacia del CdA e i problemi connessi alla sua misurazione.

1. *Dai meccanismi di “checks & balance” alla prospettiva di creazione del valore.*

Nel capitolo precedente sono state presentate le caratteristiche di uno dei principali filoni nello studio sulla corporate governance, definito “esterno” o “di mercato”, che ha come riferimento la grande impresa quotata, con un azionariato ampio e variegato, che delega a managers professionisti (agenti) il compito di gestire il complesso di risorse su cui i proprietari detengono i *residual rights*. La separazione tra proprietà e governo e le ipotesi sul comportamento utilitaristico di due classi di attori (principali e agenti) con interessi divergenti, si potrebbe tradurre in una serie di comportamenti opportunistici del management: a) non impegnarsi adeguatamente per raggiungere i risultati attesi; b) ottenere i *private benefits* dalla gestione a scapito della massimizzazione del valore azionario. Nel framework illustrato in precedenza il paradigma dominante è quello dello *shareholder value*, in linea con i dettami teorici negli studi di finanza, e la tutela degli azionisti contro le eventuali “estorsioni” della ricchezza da parte dei managers, il primo obiettivo dei meccanismi di corporate governance.

Secondo i sostenitori di un approccio “esterno” alla governance¹²⁶, accanto al *market for corporate control*, alla minaccia di azioni legali e alle politiche volte ad *allineare gli interessi di proprietari e alta direzione*, si può ricorrere ad organi interni all’impresa con il compito di monitorare, bilanciare e allineare le istanze dei managers¹²⁷.

Nei capitoli che seguono, viene illustrata un’ottica differente, interna, complementare a quella precedente, che nasce e segue lo sviluppo di teorie manageriali che, in maniera diretta o indiretta, hanno contribuito alla definizione degli organi di governo non solo nella veste di controllori degli executives per conto degli investitori, ma con una funzione più ampia, complessa e variabile nei differenti contesti di riferimento.

Pur nella consapevolezza che il Consiglio di Amministrazione rappresenti un espediente formale, un organo previsto dalla legislazione per le imprese che optano per una determinata forma giuridica¹²⁸, la gran parte del costruito teorico che segue sarà incentrato sul CdA, a meno che non siano fatti richiami differenti.

La letteratura economica, a partire già dagli inizi del XX° secolo ha investito il CdA del ruolo di massimo organismo aziendale, deputato alla

¹²⁶ Per un approfondimento sui meccanismi di governance che negli anni si sono affermati nel solco di una tradizione teorica molto prossima ai sostenitori di un approccio esterno alla corporate governance, si rinvia al capitolo secondo, paragrafo terzo.

¹²⁷ Il riferimento è esplicito ai meccanismi di “checks and balance”, illustrati da SOLOMON E SOLOMON, *op. cit.*.

¹²⁸ In Italia. Questa ipotesi sarebbe non veritiera in paesi come quelli scandinavi in cui il board è previsto obbligatoriamente per tutte le imprese.

funzione di governo, di indirizzo delle decisioni e di controllo, affinché la direzione esecutiva esegua gli ordini¹²⁹. Il board è stato considerato come uno degli elementi dei “*top management teams*”¹³⁰ che hanno la capacità di condizionare comportamento e risultati dell’intera struttura aziendale¹³¹. Altresì un fiorente filone di ricerca nel campo socio-economico, precedente rispetto all’affermazione dell’agency theory, aveva attribuito al CdA funzioni operative di rilievo all’interno delle imprese¹³².

Il concetto di *board of directors* come meccanismo di governance per ridurre l’asimmetria informativa tra principali e agenti ed attenuare il peso dei costi di agenzia ha una coerenza estrema se riferito all’esigenza di massimizzare lo shareholder value ed incentivare gli investimenti dei risparmiatori. Seppure in maniera non esplicita, questa visione si riflette in una concezione dell’impresa vista come “somma di attività” o “complesso di quote di capitale azionario”¹³³, ed appare distante dal concetto di azienda inteso secondo la dottrina classica dell’economia aziendale italiana come “complesso unitario e duraturo costituito da persone e beni economici e diretto al soddisfacimento dei bisogni umani”¹³⁴.

¹²⁹ FAMA E JENSEN *op. cit.*.

¹³⁰ FINKELSTEIN E HAMBRICK, *Strategic leadership*

¹³¹ In un celebre articolo del 1984 HAMBRICK E MASON, *Upper Echelons definiscono l’impresa “as a reflections of its managers”* a sottolineare l’influenza anche di carattere sociale oltre che organizzativo che i teams manageriali esercitano su tutta la struttura.

¹³² PFEFFER, *Size and composition*.

¹³³ DI PIETRA, *op cit.* pg 18

¹³⁴ La definizione riportata solo parzialmente è stata ripresa da AMODEO *Ragioneria Generale*, pagg 9. Sul concetto di azienda, sulle sue finalità, composizione e funzioni, si sono espressi tutti i Maestri delle discipline aziendali: GIANNESI, 1960; AMADUZZI, 1963; FERRERO 1968, ONIDA, 1971; CECCHERELLI, 1964). Un’analisi approfondita del concetto di “azienda” in chiave storica e prospettica, si veda VIGANÒ E. (a cura di) *Azienda*.

Questa visione complessiva e aperta dell'azienda è alla base di uno dei filoni teorici che ha maggiormente segnato lo sviluppo degli studi sulle imprese, e che sarà trattato, seppure in maniera ridotta, in seguito: la stakeholder view¹³⁵.

Il riferimento alla creazione del valore come fine ultimo dell'azione degli organi di governo è da considerare proprio in relazione al fatto che il primo non esclude l'importanza del ritorno economico-finanziario per gli azionisti, ma ad esso affianca un serie di obiettivi che comportano la soddisfazione dei diversi portatori d'interessi, e che in ultima istanza incidono anche in maniera indiretta sulla performance reddituale¹³⁶.

Il contributo del Consiglio di Amministrazione non può essere legato in maniera esclusiva e diretta alla *financial performance*, altrimenti si incorre nell'errore metodologico di attribuire un'influenza eccessiva del comportamento del board sul risultato dell'impresa.

Allo stesso modo sarebbe errato considerare il CdA solo in un'ottica conservativa, di protezione o distribuzione della ricchezza, ma come hanno sottolineato Tricker (1984) prima, Kesey e Wright (1993) poi, “*the duty of boards of directors is not only to protect wealth, but to create it*”¹³⁷. La tutela degli azionisti, in linea con l'approccio esterno non può evidentemente essere garantita da un board relegato alla funzione di controllo, o di “*checks and balance*”, come è stata definita in precedenza, e non può prescindere invece

¹³⁵ Si rimanda al secondo paragrafo del capitolo terzo.

¹³⁶ VIGANÒ R, *op. cit.* e DONNA, *op.cit.*

¹³⁷ L'espressione è ripresa da ZATTONI, *Assetto Istituzionale*, che cita gli autori.

da un funzionamento corretto degli organi di governo, inteso come la “capacità di gestire le risorse, definire strategie coerenti rispetto all’ambiente esterno e alle capacità interne”¹³⁸. D’altronde, gli scandali recenti danno adito all’idea che l’incapacità di Consiglio di Amministrazione e organi aziendali preposti al controllo interno, di arginare comportamenti scorretti dei managers, anche da un punto di vista temporale, è successivo rispetto al fallimento del board nella fase di definizione delle strategie o nell’esecuzione delle stesse.

Il problema dei controlli rimane centrale nella disciplina della corporate governance, a giusto titolo, ma in realtà se si guarda all’osservazione delle imprese che hanno rappresentato il fallimento della governance e dei meccanismi di controllo, appare evidente come prima di giungere al fallimento degli stessi, si sia trattato di una forte incapacità programmatica e strategica da parte dei soggetti preposti al governo, che perdendo quote di mercato hanno avvertito l’esigenza di truccare i bilanci, lanciarsi in investimenti su titoli speculativi molto pericolosi. Il problema del controllo subentra solo in un secondo momento, mentre quello di operare secondo i dettami dell’economicità d’impresa è sempre presente.

Da un intervento di Onado M. alla chiusura del MEF, Napoli 3 Luglio 2006.

L’improvviso ricorso a strategie finanziarie poco trasparenti, non funzionali rispetto alla gestione del core business, come la speculazione sui derivati o l’utilizzo sconsiderato di *Special Purpose Entities* per “celare” ingenti quantità di debiti, è un segnale evidente che gli organi deputati al governo economico non siano stati in grado di intraprendere le azioni necessarie per salvaguardare l’impresa.

¹³⁸ SICCA, *Gestione Strategica*.

Il contributo delle teorie manageriali può essere determinante nell'individuazione dei modelli di governance migliori, adatti alle esigenze delle imprese, e al fine di definire organi di governo efficaci. Oltre che da un punto di vista teorico, anche sotto il profilo della metodologia, il ricorso alle indagini qualitative e all'analisi processuale consente di "esplorare ciò che succede all'interno del *boardroom*", di comprendere le variabili che incidono sull'efficacia del Consiglio di Amministrazione.

2. "*Stewardship theory*" e "*stakeholder approach*" nell'identificazione dei fini e i suoi risvolti nel governo aziendale.

I paradigmi dell'utilitarismo e dello shareholder value costituiscono due assunti fondanti alla base dell'approccio financial economics alla governance. Non è detto che siano un assunto sempre valido negli studi sui modelli di governo aziendale. Anzi.

In uno studio recente intitolato "*The Human side of Corporate Governance*", Huse propone di utilizzare un framework teorico alternativo rispetto al paradigma dello shareholder value¹³⁹, in cui la supremazia della tutela dell'investitore azionista venga sostituita con un approccio differente,

¹³⁹ HUSE, *op. cit.*, (2006), Questioning the Shareholder Supremacy. Con riferimento al campo della corporate governance, l'etichetta di shareholder identifica una tipologia ben precisa di investitore, disinteressato alla gestione e che auspica solamente un ritorno monetario sull'investimento effettuato. Huse definisce questa categoria come *heartless and faceless investors*.

capace di distanziarsi dai fenomeni che accadono nella corporation, per includere anche le imprese di piccole e medie dimensioni.

Proprio nelle imprese di dimensione ridotta, anche a conduzione familiare si ritrovano casi in cui gli interessi di azionisti e managers non sono divergenti, non hanno curve di utilità differenti e l'impresa può essere gestita verso il raggiungimento di obiettivi comuni e condivisi.

La teoria degli stakeholder (*stakeholder theory*) e la connessa teoria della responsabilità sociale dell'impresa (*corporate social responsibility*) si sono sviluppate solo di recente, a partire dalla metà degli anni '80¹⁴⁰. Contemporaneamente all'affermarsi delle teorie sulla creazione di valore aziendale, veniva osteggiato il principio dominante secondo cui le imprese dovevano sacrificare gli interessi di tutti i soggetti a beneficio della massimizzazione del valore azionario¹⁴¹.

Edward Freeman fu il primo nel 1984 a presentare un lavoro sistematico sulla teoria degli stakeholder¹⁴², illustrando in che modo integrare all'interno delle strategie generali d'impresa il temperamento degli interessi di soggetti interni ed esterni all'organizzazione, ma che offrono un contributo critico alla stessa¹⁴³. Lo stakeholder approach ha un impatto immediato sulla governance dell'impresa, perché, appunto, smussa la

¹⁴⁰ FREEMAN E HARRISON, *Social responsibility*.

¹⁴¹ ZATTONI, *Governo*, pagg153

¹⁴² FREEMAN *Strategic Management*.

¹⁴³ AIROLDI, *op. cit.*.

shareholder supremacy in favore di una considerazione plurale delle relazioni tra i diversi soggetti e gli organi di governo aziendale¹⁴⁴.

D'altronde, anche l'osservazione della realtà comporta una necessaria revisione della *shareholder supremacy*. I fallimenti di Enron, Parmalat, per limitarsi ai più eclatanti, hanno evidenziato che oltre alle perdite ingenti subite dagli azionisti, esistono altri numerosi portatori di interessi che hanno pagato le conseguenze di un collasso così imponente. Il caso dei dipendenti dell'azienda texana Enron è eclatante da questo punto di vista: quasi la totalità di essi aveva affidato la costruzione del proprio piano pensionistico ad un fondo pensione privato, come di consuetudine negli Stati Uniti. La peculiarità è data dal fatto che il fondo aveva immobilizzato gran parte delle risorse che le affluivano proprio nel capitale di Enron: in questo modo, ritenevano gli esperti, i lavoratori avevano un maggiore incentivo sul lavoro, poiché un aumento della produttività (e presumibilmente del valore) dell'impresa, si sarebbe riflesso nel maggior valore dei piani pensionistici costruiti. Evidentemente, oltre a non aver considerato una delle regole fondamentali dell'economia, la diversificazione del rischio, non avevano fatto i conti con managers incapaci e corrotti, che pure avevano un assetto di governance eccellente¹⁴⁵. Il crack della società ha comportato la perdita del lavoro e dei risparmi futuri.

¹⁴⁴ DONALDSON E PRESTON, *Stakeholder*.

¹⁴⁵ THE ECONOMIST, *Special Issue on "Enron Crack"*, July 2003.

Anche il danno subito dagli obbligazionisti, che per definizione sono investitori con una propensione al rischio quasi nulla, è stato ingente, con i titoli che per diversi mesi sono stati posti in uno stato di default prima di una rinegoziazione difficile e che ha limitato solo parzialmente le perdite subite. La comunità locale texana ha patito allo stesso modo: un colosso come Enron con centinaia di migliaia di dipendenti ha generato un indotto enorme che improvvisamente ha visto crollare uno dei principali “motori” dell’economia.

Infine, i mercati finanziari hanno pagato i collassi delle imprese: gli investitori hanno mostrato una notevole ritrosia ad intraprendere nuovi progetti di investimento in imprese anche redditizie, per paura di una proliferazione degli scandali.

Gli esempi appena illustrati mostrano la necessità di considerare la governance secondo una prospettiva più ampia, non solo nel senso di una relazione multi-agency, in cui gli organi di governo devono “mediare” tra i molteplici interessi¹⁴⁶ degli stakeholder, ma contemplare le attese di tali soggetti anche in sede di definizione degli obiettivi aziendali¹⁴⁷.

Altrettanto importante è il contributo della *stewardship theory* nella comprensione e definizione di efficaci meccanismi e strutture di governance. Il modello utilitaristico alla base degli studi economici (su cui si fonda la prospettiva esterna alla corporate governance) tende a definire i soggetti come

¹⁴⁶ JENSEN, *op. cit.*.

¹⁴⁷ HUSE & EDIE, *Uni.*

individualisti, opportunisti e pronti a soddisfare esclusivamente i propri interessi¹⁴⁸. Rigettando l'assunto dell'illimitata razionalità degli individui e basandosi sugli studi cognitivi, sociologici e psicologici, Davis, Shoorman e Donaldson nel 1997¹⁴⁹ propongono un nuovo costrutto teorico per interpretare la relazione tra principale e agente, che non sia necessariamente conflittuale come nell'ipotesi della teoria dell'agenzia, e che invece valuti la possibilità che il management agisca come *steward* dell'investitore e persegua la creazione di valore azionario come obiettivo di fondo nella gestione delle risorse aziendali¹⁵⁰.

La separazione tra proprietà e governo in chiave conflittuale proposta dalla teoria dell'agenzia ritiene che la strada migliore per massimizzare il valore dell'investimento si ha nel momento in cui le posizioni del manager e del proprietario coincidono e quest'ultimo abbia il 100% dei diritti di proprietà. Solo in questo modo l'incentivo verso l'incremento del valore è massimo, con effetti benefici sul valore aziendale. E' esclusa in sostanza, l'ipotesi che l'investitore possa non avere le competenze necessarie per gestire l'impresa, e che ritenga utile rivolgersi ad un soggetto specializzato per governare le risorse a disposizione¹⁵¹.

Un ultimo aspetto per cui è importante riferirsi alla *stewardship theory* per spiegare la relazione tra gli attori interni ed esterni che caratterizzano gli

¹⁴⁸ JENSEN E MECKLING, *op. cit.*

¹⁴⁹ DAVIS, SHOORMAN E DONALDSON, *op. cit.*

¹⁵⁰ DONALDSON E DAVIS, *op. cit.*

¹⁵¹ Si pensi al caso di imprese che operano in settori altamente specializzati, con un forte contenuto innovativo e un notevole bagaglio di conoscenze tecniche che l'imprenditore potrebbe non possedere.

assetti di governance, è da collegare al discorso su indipendenza e conflitto d'interessi. Il Consiglio di Amministrazione, inteso come organo direttivo e l'alta direzione, con funzioni esecutive, non devono essere posti in antitesi, non si possono considerare come portatori di istanze differenti, espressioni di soggetti diversi. Entrambi devono contribuire in maniera fattiva al processo di creazione di valore per l'azienda, che si tradurrà nella performance economico-finanziaria per alcuni stakeholder, nella stabilità e nella remunerazione per altri, in una crescita della collettività per altri ancora¹⁵².

Molto interessante a tale proposito è il concetto della relazione simultanea di indipendenza e interdipendenza del Consiglio di Amministrazione e managers, sottolineata da Huse¹⁵³, utilizzata per spiegare che il corretto funzionamento degli organi di governo transita necessariamente attraverso un rapporto di collaborazione e controllo tra le diverse classi di attori.

Nel primi due paragrafi del capitolo sono state presentate teorie alternative a quelle che costituiscono il framework teorico dell'agency theory e delle prospettive di analisi esterna alla corporate governance. Prima la dissoluzione dello shareholder value come obiettivo dominante, attraverso

¹⁵² Il dibattito sull'indipendenza degli amministratori e del board rispetto al management è sempre attuale e al centro dell'attenzione sia da parte degli esponenti della comunità scientifica, sia degli operatori economici. A parere di chi scrive, la mancata relazione tra "indipendenza" ed efficacia degli organi di governo, o performance aziendale sono riconducibili a due ragioni su cui ancora non è stata posta l'attenzione: le misure di indipendenza del board non sono efficaci, e quindi la correlazione con efficacia e performance è solo fittizia, oppure, addirittura, bisogna prendere atto che l'indipendenza non è un aspetto così centrale nel tema della corporate governance e si potrebbe rivolgere l'attenzione altrove. Naturalmente le implicazioni sono differenti a seconda che si voglia imputare ad un errore metodologico la mancanza di relazione o a concreti aspetti operativi circa la realtà delle imprese.

¹⁵³ HUSE, *Simultaneous*

l'introduzione del concetto di creazione di valore come finalità del board e poi con il contributo della stakeholder theory che amplia lo spettro dei soggetti da tutelare e degli obiettivi da contemplare nella fase di definizione delle strategie d'impresa. Infine, l'abbandono della visione utilitaristica e dell'homo economicus per spiegare e prevedere i comportamenti umani, a vantaggio di una relazione di stewardship, consentono di introdurre un nuovo approccio nell'identificazione dei ruoli e delle funzioni del Consiglio di Amministrazione considerato il principale organo di governo delle imprese.

3. Oltre la funzione di controllo: i molteplici ruoli degli organi di governo.

Nei principali paesi industrializzati la funzione di governo economico delle imprese è suddivisa tra una serie di organi rappresentativi degli interessi dei diversi portatori d'interesse che offrono un contributo "critico" all'impresa. L'assemblea degli azionisti è per definizione l'"organo sovrano"¹⁵⁴, quello che ha il potere di nominare nuovi amministratori, approvare o rigettare il bilancio, stabilire l'ampiezza delle deleghe in capo al Consiglio di Amministrazione; il collegio sindacale, oggetto di recente modifica da parte del legislatore italiano, esercita una funzione di controllo sul CdA per tutelare gli interessi degli azionisti da cui viene nominato; il Consiglio di Amministrazione, infine, riveste un ruolo centrale nell'assetto di

¹⁵⁴ Ovviamente tale assunzione può variare a seconda delle normative differenti nelle nazioni considerate.

governo delle imprese, anche per espressa previsione del Codice Civile che gli attribuisce, per volontà dell'assemblea degli azionisti, la gestione dell'impresa e il dovere di mettere in pratica tutte le azioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale¹⁵⁵.

Anche da un punto di vista economico-aziendale, il Consiglio di Amministrazione riveste un ruolo fondamentale all'interno dei meccanismi di governance delle imprese. Mace, nel celebre lavoro del 1971¹⁵⁶, sintetizza i molteplici ruoli attribuiti al *board of directors* nella letteratura tradizionale in tre punti:

- Costituire uno stimolo per il management, attraverso un confronto continuo sui temi di maggiore interesse e rilevanza per lo sviluppo dell'impresa. “*Ask discerning questions*”, sostiene Mace, ossia fare domande ardite, che in qualche modo possano spingere il management ad una riflessione approfondita sulle azioni da intraprendere. Quest'atteggiamento comporta una buona partecipazione per il CdA nella vita dell'impresa e pone il management nella condizione di dover “giustificare” le decisioni sottoposte a ratifica;
- Nominare, licenziare e retribuire i managers e gli amministratori (*hire, fire and compensate managers*): al Consiglio di Amministrazione spetta il compito di “valutare” l'operato dell'alta

¹⁵⁵ Art 2380 bis del Codice Civile.

¹⁵⁶ MACE, *op. cit.*...

direzione, individuare i soggetti che meglio si adattano al ruolo chiamati a svolgere ed eventualmente modificare la composizione del team manageriale se qualcuno non dovesse apportare un contributo sufficientemente significativo. Infine, stabilire i piani di remunerazione che considerino anche la parte relativa agli incentivi per l'attività svolta.

- Partecipare al processo di definizione delle linee strategiche dell'impresa (*shape strategy*) e quindi non limitarsi esclusivamente ad un ruolo di ratifica o critica alle proposte del management, ma contribuire in maniera fattiva all'identificazione delle scelte di fondo ed operative per competere con successo sul mercato.

Come si vede sia da un punto di vista normativo e disciplinare che manageriale in senso stretto, il Consiglio di Amministrazione non può essere considerato esclusivamente un “meccanismo di governance” per esercitare il controllo da parte degli azionisti sul management. La modifica di alcuni degli assunti alla base dei modelli di corporate governance che utilizzano una prospettiva esterno, comportano un necessario ripensamento circa il ruolo del board of directors. Anche da un punto di vista pratico è importante comprendere quali possono essere i compiti del CdA per orientare la scelta degli azionisti in termini di composizione, meccanismi e strutture degli organi di governo.

Il dibattito sulle funzioni attribuite al Consiglio di Amministrazione presenta varie posizioni leggermente divergenti. Il mondo imprenditoriale statunitense, attraverso l'organismo del *Business Roundtable* ha individuato funzioni ben precise per il boards:

- Controllare il top management e il processo di selezione e successione;
- Valutare la performance aziendale e l'allocazione delle risorse finanziarie;
- Sovrintendere alle responsabilità sociali delle impresa;
- Assicurare la conformità del comportamento dell'impresa alla legge.

Per assolvere appieno la propria funzione di governo e garantire che venga rispettato l'oggetto sociale della società, i compiti del Consiglio di Amministrazione possono essere ricondotti a tre diversi ambiti, distinti e complementari¹⁵⁷:

- Control role;
- Strategic role;
- Service role.

¹⁵⁷ STILES E TAYLOR, *Boards at Work*.

La tripartizione appena illustrata fu presentata per primi da Fama e Jensen nel 1980¹⁵⁸ e costituisce un riferimento costante negli studi sul Consiglio di Amministrazione per identificarne ruoli, competenze e ambito di attività. Nei due paragrafi che seguono (3.1 e 3.2) vengono ripresi i concetti legati alla funzione strategica e di *servicing* del board, tralasciando il ruolo di controllo, già discusso nel capitolo secondo.

3.1 *Il contributo del CdA nella definizione della strategia.*

La letteratura economico-aziendale definisce la strategia come il complesso delle azioni di sviluppo, mantenimento e monitoraggio sulle competenze dell'impresa con la finalità di raggiungere gli obiettivi di sopravvivenza e redditività sul lungo termine¹⁵⁹. Secondo gli studiosi di management il ruolo del Consiglio di Amministrazione nel processo decisionale e strategico può essere disarticolato in tre fasi distinte, non da un punto di vista temporale, ma logico¹⁶⁰: 1) identificazione della mission e della vision aziendale; 2) definizione del mercato e dei segmenti in cui competere (corporate strategy); 3) individuazione delle misure e delle azioni attraverso cui competere in un determinato mercato (competitive strategy)¹⁶¹.

¹⁵⁸ FAMA E JENSEN, *op.cit.*.

¹⁵⁹ SICCA, *Gestione Strategica*; CODA, *op. cit.*.

¹⁶⁰ GRANT, *Analisi strategica*

¹⁶¹ PETTIGREW, *op. cit.*.

Il coinvolgimento attivo del Consiglio di Amministrazione nel processo decisionale strategico è solitamente considerato fondamentale per il raggiungimento di un solido vantaggio competitivo. L'appartenenza dei membri del board al *top management teams* comporta una naturale assunzione di responsabilità anche nella fase di pianificazione delle attività aziendali¹⁶².

La criticità del contributo che ci si attende dal board con riferimento alla fase di definizione della strategia è sottolineato dall'ampio dibattito in corso tra gli studiosi. Pur condividendo l'assunto di fondo, vale a dire la necessità che il CdA sia un organo attivo nel formulare e presentare progetti strategici proiettati sul lungo termine, le modalità di partecipazione al processo strategico sono molto differenti¹⁶³.

Gli studiosi che fino alla fine degli anni '80 si sono occupati del ruolo strategico del Consiglio di Amministrazione, tendevano ad una divisione netta dei ruoli tra l'alta direzione e gli amministratori, al punto da individuare quattro fasi distinte del processo strategico e attribuirne la competenza all'uno o all'altro team (fig. 7).

¹⁶² FINKELSTEINE HAMBRICK, *op. cit.*, ANDREWS, *op. cit.*.

¹⁶³ I maggiori contributi sul ruolo strategico del board sono riconducibili in prevalenza ad autori anglosassoni: ZARHRA E PEARCE, *op. cit.*; BAYSINGER E HOSKISSON, *op. cit.*; JUDGE E ZEITHAML *Strategic choice*; GOLDEN E ZAJAC *Inclination*; PETTIGREW, *op. cit.*; MC NULTY E PETTIGREW *Strategists on boards*; RINDOVA *Cognitive and Strategy*; con qualche incursione degli europei ZATTONI, *op. cit.* 2004; HUSE, *op. cit.* 2005.

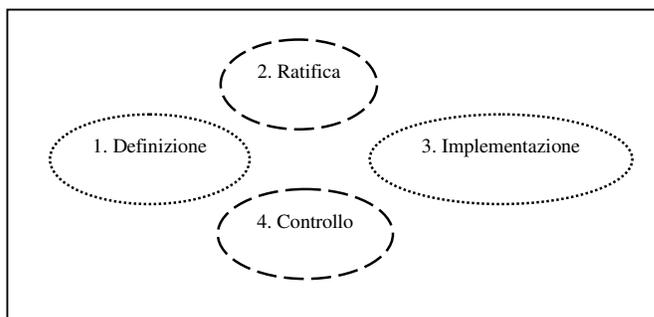


Figura 7 La ripartizione dei ruoli strategici tra amministratori e management

La separazione dei ruoli è evidenziata in chiave semplificata nella figura 7: al management spettano il compito di formulare la strategia (definizione) ed eseguirla (implementazione), mentre al board competono la ratifica delle decisioni manageriali e il monitoraggio sull'attività svolta.

Questo framework estremamente deterministico è stato rigettato da parte degli studiosi di strategia aziendale che hanno sottolineato l'importanza della presenza del board in collaborazione con il management in ognuna delle quattro fasi¹⁶⁴. Le concezioni di tipo top-down associate al processo decisionale strategico delle imprese, hanno dimostrato limiti evidenti anche nelle grandi aziende, ed è irrealistico pensare di poter determinare in maniera razionale e precisa il percorso strategico dell'impresa¹⁶⁵ anche a causa della razionalità limitata degli individui¹⁶⁶.

¹⁶⁴ RINDOVA, *op. cit.*.

¹⁶⁵ MINTZBERG E WATERS *op. cit.*

¹⁶⁶ SIMON E MARCH, *ORGANIZATIONS*

I tentativi di definire in modo compiuto gli ambiti di intervento del board in relazione al ruolo strategico hanno quasi sempre identificato tre tipologie di azioni; McNulty e Pettigrew sostengono che il Consiglio di Amministrazione è efficace nell'adempiere al proprio ruolo strategico “*if it is able to shape context, content and conduct*”¹⁶⁷.

Allo stesso modo Zahra e Pearce traducono il concetto generale di *board strategic role* in tre aspetti: 1) definizione della missione (*mission development*); 2) formulazione della strategia (*strategy formulation*); 3) implementazione della strategia (*strategy implementation*)¹⁶⁸.

3.2 Il “*service role*”: dalla legittimazione esterna all'apporto di risorse scarse.

E' stato ribadito da più parti negli studi economici che l'impresa è un “sistema aperto”, che si rivolge all'esterno per avviare il ciclo di acquisizione, trasformazione e scambio che caratterizza la vita delle aziende¹⁶⁹.

Uno dei più autorevoli e antichi filoni di studio sulla corporate governance ha individuato nel ruolo del “*networking*” o “*servicing*” uno dei compiti principali del Consiglio di Amministrazione, attraverso cui l'impresa riesce a gestire la rete complessa di relazioni con tutti i propri stakeholders¹⁷⁰.

¹⁶⁷ McNULTY E PETTIGREW , *op. cit.*

¹⁶⁸ ZAHRA E PEARCE, *op. cit.*

¹⁶⁹ ONIDA , *op. cit.*, CAVALIERI *Economia aziendale*;

¹⁷⁰ ZATTONI, *op. cit.* 2004

Pfeffer nel 1972 affermava che “*boards can be used as a mechanism to reduce environmental uncertainty by coopting external actors representing critical contingencies for the organization as a whole*”¹⁷¹.

Con il concetto di “service role” s’intende l’insieme di attività che il consiglio deve mettere in pratica per acquisire le risorse critiche per l’impresa al fine di conquistare posizioni di vantaggio competitivo durevole. Una di queste è l’attività di legittimazione esterna o *networking*, attraverso cui l’impresa riesce a relazionarsi con gli attori principali dell’establishment economico. Per le imprese di grandi dimensioni questo aspetto è cruciale. Dotarsi di un Consiglio di Amministrazione in cui sono “arruolati” noti professionisti, accademici o politici, costituisce una sorta di garanzia per gli attori che con tale impresa si dovranno relazionare. In questo modo si accresce lo status della società, con possibilità di risvolti diretti o mediati.

Una pratica molto diffusa nei paesi dell’Europa continentale tra le imprese quotate è di nominare nel board un rappresentante degli Istituti di credito: in questo modo si cerca di instaurare un rapporto privilegiato con esso che può avere effetti immediati sul costo del capitale di debito.

Il fenomeno diffuso degli *interlocking directorates* assume particolare rilievo¹⁷² se osservato secondo questa prospettiva: condividere rappresentanti nel Consiglio di Amministrazione con altre imprese, se costituisce una prassi

¹⁷¹ PFEFFER, *op. cit.*

¹⁷² GULATIE WESTPHAL *Cooperative or Controlling*.

per i gruppi piramidali estesi, in altri casi è il modo per suggellare accordi o alleanze non solo di *equity*, ma di carattere sociale o politico.

Riprendendo il concetto espresso da Pfeffer, uno dei compiti del CdA è garantire alle imprese quelle risorse che mancano all'interno dell'impresa e che devono essere ricercate altrove. La *resource based view* in questo senso aiuta notevolmente a comprendere questa istanza, legata alla necessità delle imprese di ottenere risorse disponibili in quantità limitata e da porre alla base della costruzione di un vantaggio competitivo durevole¹⁷³.

In sintesi il Consiglio di Amministrazione ha il compito di gestire le relazioni tra l'impresa e i suoi stakeholder. La principale attività si può tradurre nel costituire una solida collaborazione con i principali azionisti dell'impresa attraverso l'organizzazione di incontri formali e informali in cui vengono illustrate le principali direttrici strategiche dell'impresa e i risultati già raggiunti. Il consiglio che ha doveri fiduciari nei confronti dell'assemblea degli azionisti non può esimersi dal mettere in pratica, anche all'esterno dell'impresa, quelle azioni che le consentono di raggiungere una posizione competitiva migliore e risultati economico-finanziari durevoli.

4. *L'efficacia del CdA e i problemi connessi alla sua misurazione.*

Il contributo delle teorie economico-aziendali rispetto alla corporate governance non si potrebbe ritenere completo o esaustivo senza considerare

¹⁷³ BARNEY, *Resource*.

una componente cruciale del processo aziendale: il monitoraggio della performance individuale e di gruppo, il controllo sull'operato dei soggetti, affinché da esso si traggano insegnamenti per la fase futura di definizione degli obiettivi e assegnazione delle responsabilità¹⁷⁴.

E' alquanto insolito trovare imprese di dimensioni non piccolissime che non procedano sistematicamente ad una valutazione della performance conseguita dalle persone o dai gruppi di soggetti preposti ad una determinata funzione. Paradossalmente il board non è mai stato posto sotto osservazione, raramente si è cercato di valutarne l'efficacia operativa, nonostante sia il principale organo deputato al governo dell'impresa¹⁷⁵. Ed è ancora più sorprendente se si considera che una valutazione periodica del consiglio potrebbe aiutare gli stessi consiglieri ad acquisire una maggiore consapevolezza delle funzioni e dei compiti che gli spettano¹⁷⁶.

La ragione principale è riconducibile ad una serie di approcci teorici (con notevoli risvolti pratici) che ritenevano sufficiente "disegnare" il CdA secondo i dettami codicistici o normativi affinché questo potesse essere considerato efficace e portare benefici all'economia d'impresa. In uno studio recente sulle piccole imprese è stato dimostrato che non è sufficiente che il board sia costruito nel rispetto delle regole che si sono affermate nell'arena internazionale in tema di indipendenza del CdA, affinché questo sia realmente

¹⁷⁴ NADLER & THUSMAN *Measuring Organizations*

¹⁷⁵ CONGER, FINEGOLD E LAWLER *Corporate Boards*.

¹⁷⁶ ZATTONI, *op. cit.*.2004

attivo¹⁷⁷. Dettami formali che impongono una determinata numerosità del CdA, la predominanza degli *outsider* sugli *insiders*, la separazione tra la funzione di amministratore delegato e presidente del consiglio, il divieto di rinnovo delle cariche consecutivamente per un determinato arco di tempo, rappresentano elementi minimi, e facilmente misurabili, che poco dicono della reale capacità del board di eseguire i compiti di controllo, strategico e di *servicing* descritti in precedenza.

Un discorso analogo può essere fatto se sia ampia lo spettro di osservazione anche ad altre strutture di governance (collegio sindacale, audit committee, lead director, nomination, compensation e remuneration committee) o i meccanismi di governo (numerosità dei meetings e durata) che possono essere un semplice espediente formale¹⁷⁸. A differenza della composizione demografica del CdA, queste ultime, laddove presenti e adeguate, segnalano almeno una certa sensibilità dell'apparato dirigente rispetto all'importanza dei meccanismi di governance.

La letteratura in materia rafforza i concetti appena espressi e si pone nuovamente un problema metodologico: fin quando si è assegnata al board esclusivamente una funzione di controllo sull'operato del management, l'aspetto più importante da monitorare era l'effettiva indipendenza del CdA, attraverso misure o *proxies* discutibili e approssimative. Il discorso si complica notevolmente quando si amplia il novero delle funzioni del board,

¹⁷⁷ GABRIELSON E WINLUND, *op. cit.*; FORBES E MILLIKEN, *op. cit.*.

¹⁷⁸ PUGLIESE, *op. cit.*.

fino a comprendere ruoli (come quello strategico) in cui non è il solo attore a prendere parte al processo e diventa arduo scindere e attribuire meriti o colpe a ciascuno¹⁷⁹.

Il tema della misurazione della performance del board resta centrale nel dibattito sulla governance e due testimonianze in questo senso arrivano sia dalla pratica che dal mondo accademico. Il Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana (marzo 2006) prevede per la prima volta tra i compiti del CdA quello di procedere ad un'autovalutazione almeno annuale¹⁸⁰ rispetto a parametri stabiliti ad inizio anno.

Da un punto di vista scientifico invece, a partire dal 2004, due accademici australiani (Kiel e Nicholson) sono impegnati nella definizione di un framework per la diagnosi dell'efficacia del board: in particolare a partire dai fallimenti del sistema di governance delle imprese, si cerca di coglierne i prodromi nel comportamento dei consiglieri, in modo da evitare fallimenti futuri¹⁸¹.

Per concludere, le teorie manageriali aiutano ad ampliare lo spettro dei compiti attribuiti agli organi di governo ed in particolare al board. La

¹⁷⁹ MONKS E MINOW, , *op. cit.*, pagg 243

¹⁸⁰ Seppure si tratti di self-assessment, almeno si è posto il problema al centro del dibattito della comunità economica italiana.

¹⁸¹ KIEL E NICHOLSON (2005) "The challenge for boards is to prevent crises in the organizations they govern. Performance evaluation is a key means by which boards can recognise and correct corporate governance problema and add real value to their organizations. Therefore it is relevant to discuss the reasons for governance failures and how board evaluations can help prevent them from occurring.", Si veda anche NICHOLSON, KIEL *Board effectiveness*.

stewardship theory, lo stakeholder approach e il concetto di value creation scardinano i paradigmi dell'utilitarismo, della shareholder supremacy e dell'interesse conflittuale tra proprietari e managers. Integrando tali teorie siamo passati da una prospettiva "esterna" o "di mercato" ad una interna che contempla un ventaglio di compiti molto più ampio per il board: dalla funzione strategica al servicing, ed include, naturalmente il fondamentale ruolo di controllo sull'attività aziendale. Si pone, infine, il problema di dover valutare la performance e l'efficacia del Consiglio di Amministrazione rispetto ad una varietà più complessa di funzioni.

Il miglioramento dei meccanismi e delle strutture di governance non può prescindere dal monitoraggio dell'attività del board che richiede agli osservatori, accademici e non, una modifica delle tecniche di osservazione utilizzate fino ad oggi.

CAPITOLO QUARTO

L'ASSETTO DI GOVERNO IN UNA PROSPETTIVA DI TIPO “CONTINGENCY”

SOMMARIO: 1. L'impatto dell'ambiente istituzionale sulla governance aziendale. – 2. Le caratteristiche “interne” dell'impresa nella struttura dei meccanismi di governo. – 3. Integrare le condizioni interne ed esterne: verso un approccio di tipo “contingency” nella definizione degli assetti di governo. – 4. La metodologia d'indagine a supporto della ricerca empirica: dall'approccio “input-output” all'analisi processuale.

1. *L'impatto dell'ambiente istituzionale sulla governance aziendale.*

Nei capitoli precedenti è stato affrontato il tema del governo economico delle imprese, riferendosi in maniera diretta al concetto di *governance* che include, per definizione, sia gli aspetti “interni” all’impresa che fattori “esterni”¹⁸². Sono stati illustrati i modelli di corporate governance che la letteratura considera predominanti nelle nazioni occidentali. Ciascuno dei modelli (public company- impresa consociativa- impresa familiare) è generalmente associato ad un paese, o ad un gruppo di essi, in cui la maggior parte delle imprese presenta caratteristiche riconducibili ad uno dei modelli. Nell’illustrare le caratteristiche di ciascuno, e le principali differenze rispetto agli altri, abbiamo sottolineato come il contesto di riferimento, il *macroambiente*, svolga un ruolo fondamentale nello sviluppo delle imprese e nel complesso degli organi di governo e di controllo che si affermano nelle aziende.

In quest’ultima parte del lavoro si illustra un framework di analisi che recentemente sta trovando spazio nella letteratura su “*boards & governance*”, e che parte da una considerazione di fondo: non tutte le imprese hanno bisogno dello stesso modello di governo, e le caratteristiche di ciascuna,

¹⁸² Per le definizioni si rimanda al capitolo primo, paragrafo secondo del presente lavoro.

assieme ai condizionamenti esterni, aiutano a definire l’assetto di governo ottimale per ognuna di esse¹⁸³.

L’approccio predominante negli studi sul Consiglio di Amministrazione e sulla governance ha come riferimento la *corporation* del mondo anglosassone, e in relazione ai problemi che sorgevano per effetto della separazione tra proprietà e governo, si sono sviluppati meccanismi di governance più o meno adeguati, in grado di disciplinare il comportamento del management. I progetti di riforma degli assetti di governo delle imprese, a varie latitudini, hanno ripreso le normative promanate negli Stati Uniti e Gran Bretagna, nel tentativo di replicarne con successo l’applicazione nei rispettivi paesi. Salvo poche eccezioni, non è stata mai vagliata l’ipotesi di modificare e adattare le regole rispetto ad un contesto differente, sia da un punto di vista economico-generale che rispetto alle caratteristiche delle imprese.

Approcci di tipo contingente, che tengono nella dovuta considerazione le variabili contestuali, può aiutare ad identificare le migliori regole di governance per le imprese.

In questo capitolo si analizzano, separatamente, prima i fattori “esterni” all’impresa, poi quelli interni, alla ricerca di un quadro teorico che, unificando le due prospettive, ci conduca ad una rinnovata teoria sulla “corporate governance”. Infine, c’è un riferimento metodologico connesso all’evoluzione

¹⁸³ La necessità di dover riconsiderare gli assetti di governo delle imprese alla luce delle caratteristiche proprie e del macroambiente non si deve confondere con una sorta di relativismo per cui ogni impresa stabilisce il modello di governance adatto alla circostanza. Devono essere fatte salve le esigenze i diritti di tutti i portatori di interesse aziendali, altrimenti viene meno una delle funzioni principali della governance intesa secondo una prospettiva “stakeholder-oriented”.

dello studio sugli organi di governo se si adotta una prospettiva di tipo “contingente”.

Gli assetti istituzionali delle imprese sono fortemente condizionati dal *macroambiente*, ovvero dall’ambiente-paese¹⁸⁴, che offre stimoli e vincoli che orientano le decisioni delle diverse classi di attori che a vario titolo prendono parte e determinano i risultati delle organizzazioni economiche. Naturalmente le peculiarità del contesto esterno incidono fortemente anche sulle caratteristiche intrinseche di ogni impresa.

In questo paragrafo viene preso in considerazione il legame tra ambiente esterno e modelli di governo delle imprese, nell’intento di spiegarne le reciproche influenze.

Il primo aspetto da prendere in considerazione è la *cultura* prevalente nel paese, le convinzioni degli individui in merito all’attività economica e ai diritti doveri di ciascun cittadino. Nei paesi in cui prevale un’etica protestante del lavoro (e ancor più se ci si riferisce al calvinismo) l’individualismo è alla base delle relazioni sociali ed economiche, mentre nei paesi latini la società e i rapporti personali tra individui sono una sovrastruttura importante anche ai fini dell’adozione di determinati modelli di governance.

L’intervento dello Stato nell’economia pesa in maniera decisiva sugli assetti di governo: in modo diretto o indiretto. Nei settori in cui lo Stato centrale o le istituzioni locali hanno grande rilevanza, le imprese

¹⁸⁴ L’espressione “ambiente paese” di AIROLDI, *op.cit.*

necessariamente devono avere come interlocutore primario anche la comunità locale oltre che la compagine proprietaria. Il caso della sanità è emblematico: nella gran parte degli Stati europei¹⁸⁵ il servizio sanitario è pubblico, ed è gestito da enti istituzionali diversi (Stato centrale o Regioni). Senza considerare le aziende pubbliche, che esulano dall’oggetto del presente lavoro, anche le imprese private che operano nel campo medico-sanitario sono fortemente condizionate da scelte operate da soggetti esterni all’impresa¹⁸⁶. Si pensi al caso delle aziende convenzionate, che operano in simbiosi con Asl e Aziende Ospedaliere, offrendo ai cittadini prestazioni che le prime non riescono a garantire: il livello di redditività dipende non solo dalla qualità del servizio offerto e dalla capacità di “trattenere clienti”, bensì da specifiche previsioni normative, di carattere politico, che possono incentivare o meno il ricorso a strutture private. L’introduzione di nuovi ticket, stabilire un regime tariffario dei rimborsi più o meno elevati o anche ricorrere a forme di pagamento a dilazione, sono esempi di come aspetti importanti nella vita delle imprese dipendono da circostanze esterne alla stessa. Ciascuno dei casi appena illustrato incide direttamente sulla capacità reddituale delle imprese, senza che le responsabilità siano imputabili a proprietà o management, ma ad uno stakeholder esterno che ha particolare potere.

¹⁸⁵ Tradizionalmente nei paesi dell’Europa latina, continentale e anche nella penisola scandinava esiste un’attenzione particolare per le politiche di Welfare. A differenza dei paesi anglosassoni, in cui l’esigenza è meno avvertita e si lascia ai cittadini la possibilità di gestire autonomamente questi aspetti, aree importanti nella vita economica di una nazione, come la sanità, la previdenza sociale, scuola, tutela dei lavoratori, sono completamente nelle mani dello Stato, che attraverso appositi Ministeri, li gestisce per conto dei cittadini.

¹⁸⁶ CUCCURULLO, *Collaborazioni*.

Lo sviluppo degli assetti di governo è anche legato al *contesto economico generale*, al ruolo degli istituti di credito, alle scelte di politica economica. Ancora una volta il caso italiano è peculiare: la sottocapitalizzazione delle imprese nostrane è stata conseguenza più o meno diretta di un sistema creditizio fortemente interessato alla gestione e alla negoziazione dei titoli pubblici, tralasciando il pur importante settore del finanziamento delle imprese. I rapporti personali tra creditore e imprenditore, sia per le grandi che per le piccole imprese, hanno prevalso sui ragionamenti di carattere squisitamente economico, facendo proliferare l'accesso al capitale di credito anche per gli investimenti di lungo periodo.

Non meno importante è l'insieme delle *norme* che disciplinano le relazioni economiche. Su questo punto il discorso potrebbe essere molto ampio, se si considera che la sfera giuridica incide in modo notevole sull'economia delle imprese. Si pensi alla scelta della forma giuridica, che comporta una serie di vantaggi (ad esempio la responsabilità limitata dei portatori di capitale) ma anche una serie di obblighi per le società, sia in termini di comunicazione e pubblicità degli atti, che nella formazione degli organi di governo.

Sotto il profilo normativo sono numerosi gli esempi che spiegano l'incidenza della cultura giuridica sui modelli di governo; di estremo rilievo è la regolamentazione per l'accesso/recesso dell'investitore all'interno della compagine azionaria. Il discorso che qui si va conducendo è strettamente

legato alla tutela delle minoranze. In un mercato finanziario nazionale in cui le norme non garantiscono agli investitori di minoranza la possibilità di difendersi da eventuali azioni opportunistiche da parte della compagine di comando, lo sviluppo di un mercato dei capitali efficiente è fortemente condizionato dalla ritrosia degli investitori ad attribuire i propri risparmi senza possibilità di incidere sul modo in cui questi vengono impiegati. In Italia, la recente normativa sull’Opa introduce l’obbligo di Opa residuale sulle azioni rimaste in possesso dei vecchi investitori (allo stesso prezzo offerto inizialmente), offre una garanzia importante a questi ultimi che potrebbero non accettare il cambio di proprietà ed esercitare il diritto a recedere, vendendo le proprie interessenze.

I meccanismi e le *strutture di rappresentanza* nel governo economico, che regolano le modalità attraverso cui i vari stakeholder partecipano alle principali decisioni strategiche dell’impresa¹⁸⁷. Si tratta di meccanismi assai diversi che comprendono: il funzionamento dell’assemblea degli azionisti, la composizione, struttura e attività del Consiglio di Amministrazione e collegio sindacale, la partecipazione di lavoratori e creditori all’attività di pianificazione.

Infine, va menzionato il *settore di appartenenza*, che influenza i meccanismi di governance delle imprese: il livello di competizione, di innovazione, la soglia minima per l’ingresso (intesa come investimenti e competenze), giocano un ruolo determinante nella definizione della struttura

¹⁸⁷ ZATTONI, *Op. cit.*

proprietaria, nell'allocazione dei diritti residuali e di controllo e nelle funzioni attribuite agli organi di governo¹⁸⁸. A tal proposito si pensi al caso di settori ad alto contenuto tecnico, come le biotecnologie e con elevati investimenti in capitale umano, che richiedono investimenti di ingenti risorse finanziarie con un orizzonte temporale di lunghissimo periodo: con difficoltà una famiglia può essere proprietaria unica del capitale azionario, per le specificità intrinseche dell'investimento. Diverso è il discorso nel caso di settori più tradizionali, come il commercio o la piccola industria su base locale, che meglio sia adatta ad avere una compagine proprietaria ristretta e poco propensa all'ingresso di soci esterni.

Il livello di competizione, poi, agisce sul governo delle imprese: la necessità di fare fronte a minacce competitive esterne (si pensi alla competizione sui prezzi dei prodotti di Cina o altri paesi emergenti) può favorire processi di aggregazione o di cooperazione. I risultati aziendali sono dovuti sempre più alla capacità del "sistema di aziende" di svolgere in maniera efficiente i processi di acquisto delle materie, trasformazione, finanziamento, commercializzazione e marketing. I distretti sono un esempio chiaro di come le imprese, pur essendo formalmente possedute da una famiglia o un gruppo di investitori, dipendono sempre più dagli organi deputati al coordinamento delle attività per conto di tutte le imprese: lo stakeholder principale della singola società non è più da ricercarsi all'interno della compagine azionaria, ma

¹⁸⁸ PETTIGREW, *op.cit.*

altrove, all’interno del più complesso e articolato organo di governo del distretto.

2. Le caratteristiche “interne” dell’impresa nella struttura dei meccanismi di governo.

Il sistema di valori della proprietà, la cultura aziendale, l’orientamento manageriale più o meno spinto, l’attenzione verso determinate classi di stakeholder, la fiducia all’interno della compagine azionaria sono tutti elementi che condizionano fortemente il funzionamento degli organi di governo, specie se ci si riferisce ad imprese di dimensione ridotta a carattere familiare.

Le variabili “interne” delle imprese incidono sui sistemi di governo almeno quanto quelle esterne menzionate in precedenza. E’ condiviso il concetto che ogni azienda sia un organismo unico, sempre dissimile dalle altre e in virtù di questa unicità, è logico dover “disegnare” il meccanismo di governance che meglio si adatta ad essa. Airoidi propone di considerare l’assetto istituzionale al pari di una variabile strategica: e non, quindi, come un dato, un assunto statico, bensì come una delle leve su cui agire per raggiungere una condizione di equilibrio economico duraturo¹⁸⁹.

Nell’identificare le caratteristiche primarie che distinguono le imprese l’una dall’altra, la letteratura aziendale sottolinea 7 aspetti:

¹⁸⁹ AIROLDI, *op. cit.*

- Struttura proprietaria;
- Dimensione;
- Ciclo di vita;
- Forma societaria (gruppo piramidale);
- Relazioni tra attori (leadership);
- Rilevanza degli stakeholders
- Strutture e relazioni informali;
- Durata in carica degli amministratori.

La *ownership structure* è un elemento cruciale nella definizione delle strutture, meccanismi e organi di governo. Il tipo di proprietà condiziona fortemente sia l'orientamento di fondo dell'impresa che il modo in cui essa deve essere condotta. La struttura della proprietà rileva in chiave di governo per almeno quattro ragioni: la *concentrazione*, la *tipologia dei soggetti* che compongono l'azionariato, la *coesione*, e l'*orizzonte temporale*.

La concentrazione rileva in quanto è palese la differenza tra due imprese, l'una con un azionariato concentrato e l'altra con una miriade di azionisti non interessati alla gestione. Già nei capitoli precedenti è stato affrontato il discorso sulla separazione tra proprietà e governo, in presenza di numerosi azionisti (investitori) che delegano a managers professionisti la gestione dell'impresa. Completamente mutato è lo scenario nel quale vi fosse una famiglia che detiene il 100% del capitale, in cui non c'è interesse a cedere

a terzi neppure una quota simbolica delle azioni. Tra i due estremi esiste un numero enorme di possibilità di avere azionariato più o meno concentrato¹⁹⁰.

La presenza nel capitale di investitori istituzionali o di speculatori, rappresenta un ulteriore spunto di riflessione circa la variabilità della struttura proprietaria. I sottoscrittori di capitale azionario non hanno tutti il medesimo profilo: la tipologia di soggetti che compongono la proprietà può essere alla base di differenze significative in tema di governance. In genere investitori istituzionali hanno interesse ad avere propri rappresentanti negli organismi di governo e di controllo: per definizione i fondi, le banche (nel caso dell'impresa consociativa) investono quote rilevanti nel capitale dell'impresa e reclamano il diritto ad essere rappresentati nel CdA da soggetti che tutelino in primis i propri interessi¹⁹¹. Su una posizione differente si pongono gli investitori che vedono l'impresa come un impiego temporaneo di risorse, scelta in base ad attese di redditività future e per la coincidenza con un profilo di rischio adeguato alle aspettative. Strettamente legata alla tipologia di investitore è il discorso sull'orizzonte temporale dell'investimento, che, naturalmente per i fondi è di medio/lungo termine, con attese di ritorni non solo monetari, per l'investitore piccolo è di brevissimo/breve periodo, mentre

¹⁹⁰ CORBETTA, *Imprese familiari*; MONTEMERLO, *Governo*.

¹⁹¹ Sull'opportunità che le banche possano investire direttamente nelle imprese è in corso da anni un dibattito molto intenso: la legislazione italiana, dopo la crisi del secondo dopoguerra e il quasi fallimento del sistema creditizio, ha inteso vietare la possibilità per le banche di entrare direttamente o indirettamente nel capitale delle imprese. Recentemente la previsione normativa è stata ritirata e gli istituti possono partecipare al capitale delle aziende previa autorizzazione della Banca d'Italia. Al di là del discorso normativo, la questione centrale, ancora irrisolta è sostanziale: l'azionista bancario tende ad operare scelte che tutelino se stesso come creditore, non intraprendendo investimenti rischiosi che potrebbero risolversi in una duplice perdita da parte dell'Istituto creditizio, sia come azionista che come creditore.

per una famiglia l'investimento è a lunghissimo termine, anche oltre la vita dei soggetti in carica, se ci si pone nella prospettiva di un ricambio generazionale¹⁹².

Il livello di coesione all'interno della compagine azionaria è funzione dei tre elementi appena illustrati: la possibilità di conciliare interessi divergenti nel caso di un azionariato polverizzato e variegato è altrettanto importante come nel caso delle aziende familiari che spesso presentano conflitti interni insanabili, che comportano il collasso dell'attività economica¹⁹³.

Per ciò che concerne la *dimensione* dell'impresa, ovviamente essa incide sui meccanismi di governo. Imprese grandi hanno esigenze differenti e un'organizzazione societaria che distribuisce anche formalmente gli incarichi (e le ricompense) al proprio interno. E' necessario un distinguo anche all'interno delle classi dimensionali, specie con riferimento alle piccole o medie imprese. In genere si tende a considerare la classe di imprese di una data dimensione come una "scatola" indifferenziata, al cui interno imprese con un numero omogeneo di dipendenti o fatturato annuo, possono essere considerate allo stesso modo. Chi scrive è fermamente convinto della necessità di operare dei distinguo all'interno delle classi, esplorando altre caratteristiche proprie delle imprese: una cosa è parlare di un'azienda di piccole dimensioni, che è in una fase di maturità, nata piccola e con un ambito locale di

¹⁹² PUGLIESE, *Assetti di governo*.

¹⁹³ VIGANÒ E., *Sensibilità*.

riferimento, altra cosa è parlare di una start-up che invece raccoglie intorno a se investitori (venture capitalist, business angels, serial entrepreneurs) interessati alla crescita e alla fuoriuscita postuma dal capitale. Nei due casi le esigenze dell’impresa sono diverse e non sarebbe corretto attribuire ad entrambe una certa “semplicità” nelle strutture di governo perché così non è.

Si è accennato al *ciclo di vita dell’impresa*, seppure in maniera indiretta. È invece importante collegare i meccanismi e le strutture di governo alla fase di vita che l’impresa sta attraversando. In un’ottica dinamica è possibile che la medesima impresa abbia bisogno in periodi diversi che il Consiglio di Amministrazione svolga ruoli differenti a seconda della contingenza. Il caso del collocamento di quote del capitale in borsa può servire da esempio: in una fase di rapporti intensi con gli investitori che devono sostenere la quotazione, è importante che il CdA svolga un ruolo di garanzia rispetto agli interlocutori, rassicurandoli circa le prospettive economico-finanziarie dell’impresa. In una fase di maturità, è più opportuno che le posizioni di amministratore siano affidate a soggetti con conoscenze approfondite del settore o dei prodotti.

La scelta della *forma societaria* ha un effetto immediato sulla governance d’impresa perché al variare delle forme giuridiche previste dall’ordinamento, si possono ritrovare taluni organi piuttosto che altri. È importante anche il discorso sulle strutture di gruppo, che comportano rapporti

di governo particolari tra le entità controllanti e quelle controllate¹⁹⁴: studi autorevoli hanno dimostrato che il ruolo degli organi di governo delle *subsidiaries* sia quello di riprendere ed eseguire la volontà sancita dall'impresa capogruppo¹⁹⁵.

Un elemento che è stato provato essere in grado di condizionare il funzionamento degli organi di governo aziendali è il tipo di *relazione tra i soggetti*. Concetti come leadership e fiducia sono fondamentali ai fini di un funzionamento corretto degli organi di governo¹⁹⁶, e sono capaci di incidere sulla performance del Consiglio di Amministrazione molto più radicalmente che non il semplice rispetto delle norme o discipline codicistiche.

In linea con quanto accennato in precedenza, un aspetto “interno” alle imprese che pure rileva ai fini dell'individuazione degli assetti di governance è la presenza di *stakeholder dominanti*: il tema degli assetti istituzionali sottolinea il rapporto tra “contributi” offerti e “ricompense” attese dei diversi attori che prendono parte alla vita aziendale. Il meccanismo deve essere in equilibrio, e soprattutto, l'equilibrio è dinamico per il fatto stesso che il contributo di una classe di attori può essere più o meno “critico” al mutare delle condizioni¹⁹⁷. La presenza di stakeholder particolarmente importanti per l'equilibrio economico a valere dell'impresa, si riflette nell'esigenza di dover attribuire una funzione attiva agli stessi anche nella fase di definizione delle

¹⁹⁴ CINQUE, *Gruppi*.

¹⁹⁵ RINDOVA & HUSE, *Subsidiary*

¹⁹⁶ VAN EES, POSTMA & VAN DER LAAN.

¹⁹⁷ ZATTONI, *op. cit.*

linee strategiche dell'impresa. Una delle azioni che più spesso vengono intraprese è quella di attribuire al portatore di interesse un posto nel CdA.

Nelle imprese familiari, o in generale in quelle di piccole dimensioni che non possono sostenere i costi di una struttura di governo formalizzata, è fondamentale comprendere l'insieme delle *strutture e relazioni informali* che sostituiscono di fatto i tradizionali organi che ritroviamo altrove¹⁹⁸. Le relazioni informali sono strettamente legate ai rapporti di fiducia, al modo in cui si esercita la leadership nell'impresa, se si predilige la delega di importanti funzioni aziendali o meno¹⁹⁹.

L'ultima tra le caratteristiche interne in elenco riguarda le norme che disciplinano *l'assegnazione e la durata degli incarichi*. Frequentemente si legge di cambi al vertice anche nelle multinazionali per raggiunto limite di età del Ceo, oppure un mancato rinnovo di una carica amministrativa per un espresso divieto delle norme interne. Nelle imprese familiari invece il processo di reclutamento dei successori nella compagine azionaria o nelle strutture di governo è elemento cruciale, e sempre più spesso si tende a disciplinare questi aspetti nei *patti di famiglia* che assicurano di avere già

¹⁹⁸ PIEPER, *op. cit.* presenta un quadro estremamente articolato rispetto alla governance delle imprese familiari. Partendo da un approccio micro nell'osservazione delle variabili che maggiormente incidono sull'efficacia degli organi di governo aziendale, si sofferma sulla criticità del contributo offerto da consulenti esterni alla famiglia, chiamati a risolvere delicate questioni interne, che potrebbero potenzialmente generare conflitti dannosi a livello personale con inevitabili conseguenze anche all'interno dell'impresa.

¹⁹⁹ BODEGA, *op. cit.*

pronta una soluzione condivisa nel momento in cui dovesse sorgere il problema²⁰⁰.

3. *Integrare le condizioni interne ed esterne: verso un approccio di tipo “contingency” nella definizione degli assetti di governo.*

I numerosi contributi che negli ultimi anni hanno caratterizzato la letteratura in tema di governance sottolineano l’esigenza di modificare il punto di partenza degli studi, sia a cagione delle evidenze empiriche che per una necessità di carattere teorico²⁰¹. Non è corretto ipotizzare che esista un assetto di governo sempre valido in un determinato paese o per una data classe di aziende.

Huse afferma che *“there is no one best way for defining governance mechanisms, but they are not all equally good”*²⁰². In sostanza la composizione, le strutture e i meccanismi, gli obiettivi e le performance degli organi di governo delle imprese devono essere considerati in chiave dinamica, mutevole, sia rispetto al contesto che nei confronti di una medesima impresa. Non esistono meccanismi sempre validi, ma si deve riconoscere che taluni assicurano un funzionamento migliore della governance delle imprese.

Nel proporre una soluzione di tipo “contingency” per il governo economico delle imprese, esistono due filoni di riferimento nella letteratura.

²⁰⁰ NORDQVIST, *op. cit.*

²⁰¹ DAILY, DALTON & CANNELLA, *op. cit.*

²⁰² HUSE, *op. cit.*

Uno considera che la “contingenza” incida nel momento dell’identificazione di un sistema equilibrato di contributi e ricompense per gli stakeholders²⁰³; l’altro, invece, si riferisce alla definizione delle funzioni e ruoli degli organi di governo che devono orientare sia la fase di composizione che la valutazione circa l’operato del CdA.

Gli autori italiani che si sono interessati al problema intravedono nella prospettiva “contingency” la possibilità di ridefinire l’attribuzione dei diritti-doveri di governo economico dell’impresa²⁰⁴: secondo gli approcci neo-classici, la funzione è senza dubbio attribuibile ai proprietari, che sopportano il rischio maggiore di eventuali fallimenti e perché sopportano l’onere di dover adempiere ad una miriade di contratti che l’azienda sottoscrive con numerosi soggetti. Differentemente, la dottrina nostrana, ipotizza di poter attribuire il diritto di governo agli stakeholder che apportano un contributo “critico” senza il quale l’azienda vedrebbe compromessa la propria situazione di equilibrio²⁰⁵.

In un’ottica più ampia ci si pone l’interrogativo “chi dovrebbe governare l’impresa?” e la risposta non appare più così scontata come si potrebbe immaginare²⁰⁶.

Mentre le norme hanno sempre attribuito ai possessori delle quote di capitale sociale il compito di nominare i propri rappresentanti nell’organo

²⁰³ AOKI, *Co-operative*.

²⁰⁴ MASINI, *Lavoro e Risparmio*; AIROLDI, *op. cit.*, ZATTONI, *op. cit.*.

²⁰⁵ Nell’ipotesi in cui l’impresa abbia difficoltà nel reperire capitale di rischio per intraprendere nuove opportunità o per salvarsi da una situazione di difficoltà finanziaria, l’istituto di credito che offre il capitale, seppure sottoforma di debito, diviene un interlocutore fondamentale, che apporta un contributo “critico” (il capitale) e in quanto tale dovrebbe essere il destinatario dei diritti-doveri di governo economico.

²⁰⁶ WESTPHAL & ZAJAC *Who shall govern?*

massimo di governo economico, affinché essi tutelino i loro interessi, secondo la teoria della contingenza, questa regola potrebbe essere rivista in favore degli stakeholders importanti²⁰⁷.

Una prospettiva differente viene proposta dagli studiosi che si concentrano sull'individuazione e attribuzione delle funzioni agli organi di governo aziendali²⁰⁸. Oltre alla funzione di controllo, che rimane fondamentale in determinate tipologie di imprese, il Consiglio di Amministrazione è chiamato a svolgere almeno altri due ruoli importanti: partecipazione alla definizione delle strategie e offrire risorse che mancano all'interno dell'impresa.

Il combinarsi mutevole delle condizioni interne ed esterne comportano una visione dinamica nella composizione, meccanismi e strutture di governance che siano in grado di offrire contributi di successo all'impresa²⁰⁹. Il board of directors tende a svolgere queste diverse attività, sebbene il peso assegnato a ciascuna possa variare da impresa a impresa, ma anche all'interno di una stessa azienda con il passare del tempo. La crescente importanza che assume nell'ambiente economico odierno la Corporate Social Responsibility è una testimonianza di come le priorità del CdA possono variare nel tempo: l'attenzione della comunità economico-finanziaria rispetto a questo tema ha

²⁰⁷ Zattoni ipotizza addirittura un legame con la teoria della creazione del valore, secondo cui il diritto di governare spetta a chi più di altri contribuisce all'incremento del valore aziendale.

²⁰⁸ CORBETTA & SALVATO, *op. cit.*; FORD, *Outside*.

²⁰⁹ PYE & CAMM, *Moving beyond*.

imposto al board di considerarlo centrale nella propria agenda e nel processo di comunicazione verso l'esterno.

4. *La metodologia d'indagine a supporto della ricerca empirica: dall'approccio “input-output” all'analisi processuale.*

Uno dei contributi principali a cui più volte è stato fatto richiamo nel corso della trattazione (Zahra e Pearce, 1989) dimostra l'incapacità della ricerca empirica negli studi sulla governance e il board of directors, di identificare una relazione tra meccanismi, strutture e composizione del Consiglio di Amministrazione e la performance economico-finanziaria delle aziende. La disomogeneità dei risultati di rigorose osservazioni spinge i due studiosi statunitensi a proporre un nuovo framework per l'analisi degli assetti di governo e la loro relazione con la performance d'impresa.

Negli anni successivi altre indagini, incentrate in genere sull'indipendenza, hanno confermato le osservazioni di Zahra e Pearce: un gruppo di studiosi delle Università di Indiana e Texas hanno ulteriormente affermato l'esigenza di rivedere l'approccio delle analisi empiriche perché inconcludenti e incomparabili²¹⁰. I limiti individuati sono sia di carattere teorico che metodologico, e sono inevitabilmente legati. Gli aspetti teorici sono stati affrontati nei capitoli precedenti, mentre quelli relativi al metodo e

²¹⁰ JOHNSON, DAILY & ELLSTRAND, *op. cit.*; DAILY, DALTON & CANNELLA, *op. cit.*; DALTON, DAILY, JOHNSON & ELLSTRAND, *op. cit.*.

tecniche d'indagine saranno brevemente illustrati nel paragrafo conclusivo: chi scrive è tuttavia consapevole dell'estrema rilevanza e interesse del tema, che merita ben altra trattazione e spazio.

Le indagini empiriche hanno fatto ricorso ad un modello definito di “*input-output*”²¹¹, in base al quale composizione e strutture formali del Consiglio di Amministrazione (nella gran parte dei casi, ma non solo) vengono considerate “variabili indipendenti” e sono collegate ad una “variabile dipendente” che generalmente è la performance finanziaria dell'impresa, la quota di mercato o il valore dei titoli negoziati sul mercato. La semplicità del metodo adottato ha consentito il proliferarsi di indagini copiose aventi ad oggetto le grandi imprese quotate negli Stati Uniti²¹²: i dati sono facilmente reperibili e non richiedono un grosso processo di revisione o approfondimento e sono in linea con le tendenze teoriche principali. Quest'approccio ha di fatto ignorato le aziende di piccola e media dimensione che pure presentano problemi di governo degni di interesse.

Finkelstein e Mooney hanno anche sottolineato che l'interesse degli studiosi si è concentrato sempre sulle stesse variabili “*the usual suspects*”, cioè quelle generalmente sospettate di avere un impatto diretto su performance e valore delle imprese²¹³, mentre si sono ignorate le relazioni informali e i

²¹¹ ZAHRA & PEARCE, *op. cit.*.

²¹² Si tratta in genere delle imprese che appartengono all'elenco *Fortune 500*, che comprende le cinquecento maggiori imprese in termini di capitalizzazione.

²¹³ FINKELSTEIN & MOONEY, *Usual Suspects*. “Research on corporate boards and board reform efforts alike have been dominated by a concern for board independence and its effects on the monitoring of the CEO. However, attentino to what we call “the usual suspects”, - the number of outsiders on

processi. Le ricerche empiriche si traducono in un modello di regressione che punta a “spiegare la varianza di un fenomeno”²¹⁴ attraverso meccanismi di correlazione tra le variabili dipendenti e quelle indipendenti, senza considerare gli steps intermedi. Frequentemente si ricorre ad un set di indicatori di controllo che si ritiene possano influenzare l’analisi creando bias che invalidano i risultati.

La centralità del tema dell’indipendenza ha impiegato molti studiosi nella ricerca di una composizione, una struttura e meccanismi in grado di evitare la supremazia di amministratore delegato e management sugli amministratori esterni. Generalmente l’unità di analisi è considerata a livello individuale, e le misure (proxies) sono identificate sulle singole persone: in realtà il board si configura come un gruppo di soggetti e le interazioni e le relazioni tra essi può incidere sulla sua capacità, come organo di garantire l’indipendenza²¹⁵ e un’adeguata attività di monitoraggio sull’operato degli agenti.

Da più parti si afferma la necessità di esplorare la “*black box*” aziendale e il board in particolare, per fornire uno strumento di analisi analitico che possa partire dagli aspetti contingenti che incidono sul funzionamento dei meccanismi di governo, senza cadere nel dominio esclusivo dell’agency theory. La variazione dei contesti di riferimento rivelano una dinamica

boards, director shareholdings, board size and whatever the CEO also holds the Chair Position- does not yield either strong research results or more robust corporate governance in practice.”

²¹⁴ LAWRENCE, *Organizational Black Box*.

²¹⁵ PFEFFER, *op. cit.*.

complessa tra le pratiche adottate, i processi e le persone che costituiscono il team di governo²¹⁶.

L'efficacia degli organi di governance delle imprese è un fattore da non poter ignorare sia nella fase di studio che nella definizione delle pratiche da suggerire alle imprese per migliorarne gli assetti di governo. L'*effectiveness* del board è funzione anche dei rapporti che si instaurano tra i soggetti, senza dimenticare che tra gli attori si generano fenomeni umani che per essere osservati in maniera rigorosa richiedono l'abbandono dell'approccio *macro* per passare al *micro approach*²¹⁷ che si fonda sulle teorie istituzionaliste e sulla resource based view nella ricerca dei migliori meccanismi di governo per le imprese.

Il ricorso al micro-approach e all'analisi processuale impongono un radicale cambiamento nella metodologia di analisi adottata nello studio del board. Nel momento in cui si ritiene di dover andare oltre le componenti demografiche, oltre l'indagine statica e unidirezionale, è opportuno modificare i paradigmi metodologici di riferimento²¹⁸. Già da tempo gli studi di management e di organizzazione hanno intrapreso, in alcuni ambiti un percorso "evoluzionistico"²¹⁹, che al di là dei modelli prescrittivi osserva il comportamento degli individui, le relazioni tra questi e l'impatto che hanno sulle performance delle organizzazioni economiche²²⁰.

²¹⁶ PYE & PETTIGREW, *Board context, process and dynamics*.

²¹⁷ JOHNSON, MELIN & WHITTINGTON, *Micro Strategy*; SALVATO,

²¹⁸ TSOUKAS & CHIA, *Organizational Becoming*.

²¹⁹ KNIGHTS, *New epistemological location*

²²⁰ LATOUR, *Reassembling*.

L'affermarsi di nuovi paradigmi teorici, complementari rispetto a quelli tradizionalmente adottati dagli studiosi di finanza e financial economics, nello studio dei meccanismi di governance delle imprese non può rappresentare un punto di svolta significativo nella disciplina se non viene seguito da un radicale mutamento anche degli approcci metodologici. Questi infatti consentono di tradurre gli assunti teorici in variabili da osservare e in una seconda fase rendono intellegibili alla pratica i risultati che sono emersi attraverso l'osservazione empirica. Il passaggio ad una visione di tipo contingente richiede uno sforzo in questo senso, con l'auspicio che si possa colmare il gap tra strutture e meccanismi di governance e il valore delle imprese.

CONCLUSIONI GENERALI

Il presente lavoro è incentrato sul tema del governo delle imprese e dei meccanismi di governance che dovrebbero contribuire ad una migliore performance dell'azienda. Per motivi di coerenza ed esigenze di spazio il riferimento è alle imprese di produzione ed erogazione e non anche alle aziende pubbliche o alle organizzazioni non profit, che pur ritenendole di estremo interesse scientifico e rilevanza pratica, avrebbero richiesto un'impostazione di fondo differente.

L'espressione "corporate governance" è molto diffusa tra managers, imprenditori, investitori, accademici, finanche dai politici: non sappiamo ancora se con essa si definisca una disciplina di studio, una funzione aziendale o un set di norme e regole orientate verso l'individuazione di modelli di governance efficaci e validi per le imprese, che possano contribuire al raggiungimento degli obiettivi prefissati.

I recenti scandali finanziari e contabili hanno riproposto al centro dell'attenzione il tema dei controlli interni alle imprese, con l'auspicio di evitare conflitti d'interessi in capo ad amministratori e managers chiamati a gestire la funzione di governo aziendale. Accanto a tale esigenza, lo sviluppo di un fiorente filone di ricerca sulle piccole e medie imprese, ha allontanato (o meglio ancora) ampliato il focus su caratteristiche ed esigenze molteplici da parte delle organizzazioni. Investigare imprese con caratteristiche differenti

rispetto alla corporation americana comporta una modifica profonda sia degli assunti teorici di riferimento, sia nella metodologia d'indagine prediletta. Nel lavoro si è dato spazio ad entrambe.

Sotto il profilo teorico, si è partiti dall'analisi del framework tipico degli approcci esterni alla governance, evidenziandone l'ambito di applicazione in cui ha riscosso successo e allo stesso tempo i limiti che hanno imposto una revisione dello stesso. Successivamente si è passati all'approccio manageriale, che osserva l'impresa dall'interno e non solo in chiave diretta nei confronti della performance aziendale. Le teorie aziendali hanno fornito un contributo decisivo nel riformulare le ipotesi di base nei modelli di governance aziendale.

All'utilitarismo come approccio teorico alla base del comportamento umano, viene sostituita la “stewardship theory” che invece sostiene la possibilità di un rapporto di collaborazione tra principale e agente. La supremazia dell'azionista e la massimizzazione del valore azionario come obiettivo dell'impresa viene riconsiderato alla luce della “stewardship theory” che invece sottolinea la centralità dei contributi dei diversi portatori d'interesse nell'economia d'impresa.

Alla luce di queste modifiche nel paradigma di riferimento vengono presentati tre ruoli per il Consiglio di Amministrazione: accanto alla funzione di controllo si affermano il contributo nella definizione delle strategie e il compito di garantire all'impresa le risorse esterne che mancano.

Infine, è stata presentato l'approccio "contingente" nella definizione dei ruoli, meccanismi e strutture di governance: l'impresa, si è detto, è un attore unico per caratteristiche interne (struttura proprietaria, ciclo di vita, settore) e per il contesto in cui è chiamata ad operare. Il vario comporsi delle diverse situazioni contestuali comportano il necessario adattamento degli assetti di governo rispetto alle esigenze. La "contingency theory" in questo senso, può rappresentare un nuovo modello di riferimento per lo studio di un tema così cruciale.

INDICE DELLE OPERE CITATE

- AGANIN & VOLPIN, *History*. - AGANIN & VOLPIN. *History of Corporate Ownership in Italy*, Ecgi paper 2003.
- AGUILERA & JACKSON, *The cross-national diversity*. - AGUILERA R. & JACKSON. *The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants*, in *Academy of Management Review*, 28, 3, 2003.
- AIROLDI, *Assetti Istituzionali*. – AIROLDI G., *Gli Assetti Istituzionali D'Impresa: inerzia, funzioni e leve*, IN AIROLDI G. E FORESTIERI G., *Corporate Governance*, ETAS, MILANO, 1998.
- AIROLDI-ZATTONI, *Piani*. – AIROLDI G. E ZATTONI A., (a cura di). *Piani di Stock-Options- Progettare la retribuzione del top management* EGEA, MILANO, 2001.
- AMADUZZI A. *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 1959.
- AMODEO, *Ragioneria generale*. - AMODEO D., *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli, 1965.
- ANDREWS K. 1980. *Directors' responsibility for corporate strategy*, in *Harvard Business Review*. Nov.-Dec.: 174-184, 1980.

ASTRACHAN, KLEIN & SMYRNIOS, *F-Pec*. – ASTRACHAN J.H.- KLEIN S. & SMYRNIOS K.X., *The F-Pec Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem*, in *Family Business Review*, vol. XV n 1 March 2002.

BARCA & BRECHT, *Control*. - BARCA & BRECHT (A CURA DI), *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press, Oxford, 2001

BARCA, *Imprese*. – BARCA F., *Imprese in cerca di padrone. Proprietà e controllo nel capitalismo italiano*. Laterza, Bari, 1994.

BARNEY, *Resource*. - BARNEY J., *Firm resources and sustained competitive advantage*, in *Journal of Management*, vol 7, 1991.

BERLE A. & MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York, 1932.

BAUMOL, *Behaviour*. – BAUMOL W. J. *Business Behaviour, Value and Growth*, MacMillan, New York 1959.

BAYSINGER B. & HOSKISSON R.E. 1990. *The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy*, in *Academy of Management Review*, 15, 72-87, 1990.

BRUNI, *Strategia del valore*. – BRUNI G., *La strategia del valore tra conflittualità ed equilibrio di interessi*, in *Rivista italiana di ragioneria e di Economia Aziendale*, n°1-2, 2002.

Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa

- CATTURI, *L'azienda universale, l'idea-forza, la morfologia e la fisiologia*, Cedam, Padova, 2003.
- CATUOGNO, *Stock Options*. – CATUOGNO S., *L'esperienza contabile internazionale sulle stock-options come strumento di retribuzione degli alti dirigenti*, Cedam, Padova, 1998.
- CAVALIERI, *Economia Aziendale*. – CAVALIERI E., *Economia Aziendale I primo tomo*, Giappichelli, Torino, 2005.
- CECCHERELLI, *Il linguaggio dei bilanci*, Firenze, 1961.
- CINQUE, *Gruppi*. – CINQUE E., *I gruppi economici. Profili aziendali e strumenti di informazione contabile*, Cedam, Padova, 2000.
- CODA, *Trasparenza informativa*. – CODA V., *Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto*, in *Scritti di Economia Aziendale in Memoria di Raffaele D'Oriano, Primo Tomo*, Cedam, Padova, 1997.
- CUCCURULLO, *Collaborazioni*. – CUCCURULLO C., *Le collaborazioni tra pubblico e privato in sanità. Meccanismi di governance*, Cedam, Padova, 2005.
- CORBETTA, *Imprese Familiari*. – CORBETTA G., *Le Imprese Familiari*, Egea, Milano, 1995.
- CORBETTA & MONTEMERLO, *Comparison*. – CORBETTA G. E MONTEMERLO D., *Ownership, Governance and management issues in Small and*

- Medium size family business: a comparison of Italy and the United States*, in *Family Business Review*, vol XII, December 1999.
- CORBETTA E SALVATO, *One Size*. – CORBETTA G. E SALVATO C., *The Board of Directors in Family Firms: One Size Fits All?*, in *Family Business Review*, vol XVII n° 2, 2004.
- CORBETTA E TOMASELLI, *Board*. – CORBETTA G. E TOMASELLI S., *Board of Directors in Italian Family Businesses*, in *Family Business Review*, Vol IX n° 4 Winter 1996.
- CORBETTA P., *Ricerca sociale*. – CORBETTA P., *La ricerca sociale: metodologie e tecniche*. Il Mulino, Bologna, 2000.
- CYERT & MARCH, *Behavioural*. – CYERT & MARCH. *A Behavioural theory of the firms*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1963.
- DAVIS, SCHOORMAN & DONALDSON, *Stewardship*. – DAVIS J.H. - SCHOORMAN F.D. & DONALDSON L., *Toward a Stewardship Theory of Management*, in *The Academy of Management Review*, vol 22 n 1 Jan 1997.
- DAILY, DALTON & CANNELLA, *Decades of Dialogue*. - DAILY C., DALTON D. & CANNELLA A. 2003. *Corporate Governance: decades of dialogue and data*, in *Academy of Management Review*. 28, 371- 382, 2003.
- DEMB A., NEUBAUER F. 1992. *The Corporate Board*. Oxford. Oxford University Press.

DEMSETZ & LEHN, *Structure*. - DEMSETZ & LEHN, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, in *Journal of Political Economy*. 95, 1155-1177, 1985.

DI PIETRA, *Governo e Standards*. – DI PIETRA R., *Governo aziendale e standard contabili internazionali*, Cedam, Padova, 2005.

DONALDSON & DAVIS, *Stewardship Theory or Agency Theory*. - DONALDSON & DAVIS. *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder returns*, in *Australian Journal of Management*. 16, 1, 1991.

DONNA, *Creazione*. – DONNA G., *La Creazione di Valore nella Gestione dell'Impresa*, Carocci, Roma, 1999.

EISENHARDT, *Agency*. - EISENHARDT K. 1988. *Agency- and Institutional-Theory Explanations: the Case of Retail Sales Compensation*, in *Academy of Management Journal*, 31, 488-511, 1988.

FAMA, *Agency*. - FAMA E. F. *Agency Problems and The Theory of the Firm*, in *Journal of Political Economy*. 88, 288-307, 1980.

FAMA & JENSEN, *Separation*. – FAMA E. E JENSEN M., *Separation of ownership and control*, in *Journal of Law and Economics*, v 26 1983.

FERRERO G. *La valutazione del capitale di bilancio*. Giuffrè, Milano, 1988.

FINKELSTEIN S. & HAMBRICK D. 1996. *Strategic leadership: top executives and their effects on organizations*. Minneapolis. West Publishing, 1996.

- FINKELSTEIN & MOONEY, *Usual Suspects*. - FINKELSTEIN S. & MOONEY A. 2003. *Not the usual suspects: How to use board process to make boards better*, in *Academy of Management Executive*. 17, 101- 113, 2003.
- FORBES & MILLIKEN, *Cognition*. - FORBES D. & MILLIKEN F. J. 1999. *Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups*, in *Academy of Management Review*, 24, 489-505, 1999.
- FORD, *Outside Directors*. – FORD M., *Outside directors in privately- owned firm: are they really necessary? in Entrepreneurship, Theory and Practice*, fall 1998.
- FREEMAN E.R. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman, Boston MA, 1984.
- FRUHAN, *Financial strategy*. - FRUHAN F. *Studies in creation, transfer and destruction of shareholder value*. Irwin, Hollywood, 1979.
- GABRIELSSON, *Board in SMEs*. – GABRIELSSON J. *Boards and Governance in SMEs*. Doctoral Dissertation, Scandinavian Institute for Research in Entrepreneurship, Lund University Press, Halmstad, 2003
- GABRIELSSON J. & HUSE M. 2004. *Context, Behaviour and Evolution: challenges in research on boards and governance*. *International Studies of Management and Organization*. v 34 n 2, 2004.
- GABRIELSSON & WINLUND, *Board Working Style*. - GABRIELSSON J. & WINLUND H. 2000. *Boards of directors in small and medium sized*

- industrial firms: examining the effects of the board working style on board task performance. Entrepreneurship and Regional Development.* 12, 311- 330, 2000.
- GALBRAITH, *Storia*. – GALBRAITH J. K. *Storia dell'economia*, Bur editore, 1994.
- GEDALIJOVIK & SHAPIRO, *Management and ownership*. - GEDALIJOVIK & SHAPIRO, *Management and ownership effects:evidence from five countries*, in *Strategic Management Journal*, 19, 6, 1998.
- GIANNESSI E. *Le aziende di produzione originaria*. Cursi, Pisa, 1960.
- GOLDEN B.R. & ZAJAC E.J. 2001. *When Will Boards Influence Strategy? Inclination x Power = Strategic Change*, in *Strategic Management Journal*. Vol. 22, 1087-1111, 2001.
- GRIFFITHS & ZAMMUTO, *Institutional governance*. GRIFFITHS & ZAMMUTO, *Institutional governance systems and variations in national competitive advantage: an integrative framework*, in *Academy of Management Journal*, 30 n 4 823-842, 2005.
- GULATI & WESTPHAL, *Cooperative or Controlling*. - GULATI & WESTPHAL J., *Cooperative or Controlling? The effects of Ceo- Board relationsand the content of Interlocks on the formation of Joint Ventures*, in *Administrative Scienze Quarterly*, v 44, 1999.
- HAMBRICK & MASON, *Upper echelons*. – HAMBRICK D. & MASON A., *Institutional governance systems and variations in national competitive*

- advantage: an integrative framework*, in *Academy of Management Journal*, 30 n 4 823-842, 2005.
- HANSES, *Questioning Independence*. – HANSEN C. *Questioning Independence: how to operationalize research on boards*, Pre-doctoral dissertation, BI Norwegian School of Management, Oslo, 2006.
- HART, *Firms*. – HART O. *Firms, contracts, and financial structure*, Oxford Clarendon Press, 1995.
- HERMALIN B. & WEISBACH M. S. 1988. *The Determinants of Board Composition*, in *Rand Journal of Economics*, Winter, 589-606, 1988.
- HERMAN, *Corporate Control*. - HERMAN E., *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge University Press, Cambridge, 1981.
- HILLMAN A. & DALZIEL T. 2003. *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, in *Academy of Management Review*. 28, 383-396, 2003.
- HOPT & LEYENS, *Board models*. - HOPT & LEYENS, *Board models in Europe. Recent development in internal corporate governance structure in Germany, United Kingdom, France and Italy*, in *Law Working Papers*, 2004.
- HUSE, *Human side*. – HUSE M. *Boards, Governace and Value Creation. The Human Side of Corporate Governance*, Cambridge University Press, Cambridge, 2006.

- HUSE M. 1990. *Board Composition in Small Enterprises*, in *Entrepreneurship and Regional Development*. 2, 363- 373, 1990.
- HUSE M. & LANDSTROM H. 1997. Preface: European Entrepreneurship and Small Business Research: methodological openness and contextual differences. *International Studies of Management and Organization*. Fall, 1997.
- HUSE, *Behavioural*. – HUSE M. *Accountability and Creating Accountability: a Framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance*, in *British Journal of Management*, vol 16 n 1 2005.
- HUSE, *Simultaneous*. – HUSE M. *Board- Management relations in small firms: the paradox of simultaneous independence and interdependence*, in *Small Business Journal*, April 1994.
- IANNIELLO, *Regole Contabili*. – IANNIELLO G., *Come si formano e si <eludono> le regole contabili. Il caso Enron e dintorni*. Cedam, Padova, 2003.
- JENSEN *Value maximization*. - JENSEN M. *Value Maximization, Stakeholder theory and the Corporate Objective Function*, in *SSRN*, 2001.
- JENSEN & MECKLING. *Theory*. - JENSEN M. & MECKLING W. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*. 3, 305-360, 1976.
- JOHANISSON E HUSE, *Recruiting*. – JOHANISSON B. E HUSE M., *Recruiting outside board members in the small family business: an ideological*

- challenge in Entrepreneurship and Regional Development*, pg 353- 378, 2000.
- JOHNSON J. L., DAILY C. M. & ELLSTRAND A. E. 1996. *Boards of Directors: A Review and Research Agenda*, in *Journal of Management*. 22, 409-438, 1996.
- JOHNSON, MELIN & WHITTINGTON, *Micro Strategy*. - JOHNSON G., MELIN L. & WHITTINGTON R.. *Micro Strategy and Strategizing: Towards an activity based view*, in *Journal of Management Studies*. 40 n 1, 2003.
- JUDGE W. & ZEITHAML C. P. 1992. *Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in the Strategic Decision Process*, in *Academy of Management Journal*. 35, 1992.
- KIEL & NICHOLSON, *Evaluating*. - KIEL & NICHOLSON, *Evaluating Boards and Directors*, in *Corporate Governanca: an international review*, 13, 5, 2005.
- KNIGHTS, *New epistemology*. – KNIGHTS D., *Changing Spaces: The disruptive impavt of a new espistemological location for the study of managment*, in *Academy of Management Review*, 17, 3, 514-536, 1992.
- KOSNIK, *Greenmail*. - KOSNIK, *Greemail: a study of BoD performance in Corporate Governance*, in *Academy of Management Journal*, 32 163-187, 1987.

- LAI, *Paradigmi Interpretativi*. - LAI A., *Paradigmi interpretativi dell'impresa contemporanea*, FrancoAngeli, Milano, 2004.
- LATOUR, *Reassembling*. – LATOUR B., *Reassembling the Social*, Oxford University Press, Oxford, 2005.
- LAWLER E., FINEGOLD D., BENSON G. & CONGER J. 2002. *Corporate boards: keys to effectiveness, in Organizational Dynamics*. 30, 310- 324, 2002.
- LAWRENCE, *Black Box*. - LAWRENCE B., *The Black Box of Organizational Demography*, in *Organization Science*. 8, 1- 2, 1998.
- LIONZO, *Sistema dei valori*. – LIONZO A., *Il sistema dei valori di bilancio nella prospettiva dei principi contabili internazionali*, FrancoAngeli, Milano, 2005.
- LORSCH & MCIVER, *Pawns or Potentates*. - LORSCH J.W. E MCIVER E., *Pawns or Potentates- The Reality of America's Corporate Boards*, Harvard Business School Press, Boston, 1989.
- LYNALL M.D., GOLDEN B.R. & HILLMAN A.J. 2003. *Board Composition From Adolescence to Maturity: A Multitheoretic View*, in *Academy of Management Review*. Vol. 28, 416-431, 2003.
- MACE, *Myths and Reality*. - MACE M. L., *Directors: Myths and Reality*, Harvard Business School Press, Boston, 1971.
- MASINI C., *Lavoro e Risparmio*. Utet, Torino, 1979.
- MODIGLIANI E MILLER, *The cost of capital, Corporation finance and the theory of investment*, in *The American Economic Review*, 48, 3, 1958.

- MONTEMERLO, *Governo*. – MONTEMERLO D., *Il governo delle imprese familiari*, Egea, Milano, 2000.
- MONKS E MINOW, *Corporate Governance*. – MONKS E MINOW, *Corporate Governance*, 3rd edition, Blackwell Publishing, 2004.
- MCNULTY T. & PETTIGREW A. 1999. *Strategists on Board*, in *Organization Studies*. 20, 47- 74, 1999.
- NICHOLSON & KIEL, *Diagnosing*. – NICHOLSON & KIEL., *Diagnosing Board Effectiveness*, in *Corporate Governance: an international review*, 12, 4, 2004.
- NORDQVIST, *Ownership and Strategizing*. NORDQVIST M. *Understanding the Role of Ownership in Strategizing*. Doctoral Dissertation. Jibs series n° 29 Jonkoping International Business School, 2005.
- ONIDA P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1971.
- ONIDA, *Piccolo*. – ONIDA F., *Se il Piccolo non Cresce*, Il Mulino, Bologna, 2004.
- PAGANO, PANETTA & ZINGALES, *Why companies*. – PAGANO M., PENNETTA F. & ZINGALES L., *Why companies go public?An empirical analysis*. In *Journal of Finance*, 53, 1, 1998.
- PETTIGREW, *Managerial Elites*. - PETTIGREW A. 1992. *On Studying Managerial Elites*, in *Strategic Management Journal*. 13, 163-182, 1992.

- PFEFFER J. 1972. *Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and Its Environment*, in *Administrative Science Quarterly*. 17, 218-228, 1972.
- PFEFFER E SALANCICK, *Resource Dependence*. – PFEFFER J. E SALANCICK G.R., *The external control of organizations: a resource dependency perspective*. Harper & Row, New York, 1978.
- PIEPER, *Corporate Governance in Family Firms*. – PIEPER T., *Corporate Governance in Family Firms: A literature Review*, in HUSE M. - LANDSTROM H. E CORBETTA G., *Governance in SMEs*, Norwegian School of Management, Oslo, 2002.
- PORTER, *Vantaggio Competitivo*. – PORTER M., *Il vantaggio competitivo*. Edizioni di Comunità, Milano, 1987.
- PUGLIESE, *Assetti di governo*. – PUGLIESE A., *Assetti proprietari e meccanismi di governance nelle imprese familiari italiane*. Capitolo inserito in “*La sensibilità al valore nelle imprese familiari*” (a cura di Vigandò E.), Cedam, Padova, 2006.
- PUGLIESE, *Strategic Involvement*. – PUGLIESE A., *Determinants of Board Strategic Involvement in Small Firms: an Emprirical Analysis of Norwegian Companies*. Best Paper Proceedings, Euram Conference, May 2006, Norwegian School of Management, Oslo.
- PYE & PETTIGREW, *Board context, process and Dynamics*. – PYE A. & PETTIGREW A.. *Studying Board Context, Process and Dynamics: Some*

- Challenges for the Future, in *British Journal of management*, 16 pg 27-38, 2005..
- RAPPAPORT, *Creating*. – RAPPAPORT A. *Creating Shareholders' Value: The new standard for business performance*, The Free Press, New York, 1986.
- RINDOVA V. 1999. *What Corporate Boards Have To Do With Strategy: a Cognitive Perspective*, in *Journal of Management Studies*. 36, 953- 975, 1999.
- ROBERTS J., MCNULTY T., & STILES P. 2005. *Beyond Agency Conceptions of the Work of the Non Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom*, in *British Journal of Management*. 16, 5 – 26, 2005.
- SAMRA-FREDIRCKS, *Board in action*. – SAMRA-FREDRICKS D. *Doing "board in action" research- an ethnographic approach for the capture and analysis of directors and senior managers interactive routines*, in *Corporate Governance: an international review*, vol 8 n 3, 2000.
- SICCA, *Gestione Strategica*. – SICCA L., *La gestione strategica dell'impresa*, Cedam, Padova, 1999.
- SHLEIFER & VISHNY, *Survey*. – SHLEIFER A. E VISHNYR., *A Survey of Corporate Governance*, in *Journal of Finance*, v 57 n 2, 1997.
- SOLOMON & SOLOMON, *Accountability*. – SOLOMON & SOLOMON, *Corporate governance and Accountability*. The Free Press, New York, 2002

- TARTAGLIA POLCINI, *Area del Controllo*. – TARTAGLIA POLCINI P., *L'area del controllo nei modelli di corporate governance. Principi e meccanismi*, Cedam, Padova, 2000.
- TSOUKAS & CHIA, *Organizational Becoming*. - TSOUKAS H. & CHIA R. *On Organizational Becoming: Rethinking Organizational Change*, in *Organization Science*. 13, 5, 2002.
- USEEM M. *Corporate Governance is directors making decision: reforming the outward foundations for inside decision making*, in *Journal of Management and Governance*. 7 241- 253, 2003.
- VAN DEN BERGHE, *Corporate Governance*. – VAN DEN BERGHE A., *Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence?* Kluwer, Norwell, 2002.
- VIGANÒ, *Economia Aziendale*. – VIGANÒ E., *L'Economia Aziendale e la Ragioneria*, Cedam, Padova, 1996.
- VIGANÒ, *Sensibilità*. – VIGANÒ E., *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, Cedam, Padova, 2006.
- VIGANÒ E., *Azienda* – VIGANÒ E (A CURA DI)., *Azienda. Contributi per un rinnovato concetto generale*, Cedam, Padova, 2000.
- VIGANÒ, *Valore*. – VIGANÒ R., *Il valore dell'azienda. Analisi storica e obiettivi di determinazione*, Cedam, Padova, 2003.

- WILLIAMSON, *Managerial discretion*. – WILLIAMSON O., *Managerial discretion and business behaviour*, in *The American Economic Review*, 53, 5, 1963.
- ZAHRA & PEARCE, *Review*. – ZAHRA S. E PEARCE J., *Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A review and Integrative Model*, in *Journal of Management*, vol 15 1989.
- ZAHRA S. & PEARCE J. 1990. *Determinants of Board Directors' Strategic Involvement*, in *European Management Journal*. 8, 164- 173, 1990.
- ZAHRA S., NEUBAUM D. & HUSE M. 2000. *Entrepreneurship in Medium-Size Companies: exploring the effects of Ownership and Governance Systems*, in *Journal of Management*. 26, 947- 976, 2000.
- ZATTONI, *Assetto delle Imprese Italiane*. – ZATTONI A., *L'Assetto Istituzionale delle imprese italiane*, Egea, Milano, 2005
- ZATTONI, *Governo*. – ZATTONI A., *Il governo economico delle imprese*, Egea, Milano, 2004.