

SISTEMI DI CORPORATE GOVERNANCE

LEZIONE 1 - INTRODUZIONE

Il corso avrà una struttura divisa in due parti, la prima mirata a valutazioni di natura manageriale e una seconda di impronta storica e comparazione internazionale mirata alla valutazione dei vari sistemi di diritto commerciale messi in piedi nei vari paesi e tempi storici. La corporate governance verrà analizzata con riferimento alla proprietà del capitale dell'impresa e alla strategia aziendale, soprattutto con riferimento a due sistemi: la *public company* (società quotate con separazione netta tra controllo e proprietà dell'impresa) e l'impresa familiare (dove proprietà e controllo sono relativi agli stessi soggetti). Ci sono varie forme di assetto proprietario:

- **Pubblica:** assetto aziendale a sé stante e spesso riferito alle società per azioni in cui buona parte delle partecipazioni appartiene a numerosi soggetti
- **Cooperativa:** dove i soci contano in modo uguale indipendentemente dalla partecipazione siccome non è il capitale a contare ma il ruolo dei soci nella cooperativa

L'obiettivo sarà capire quali potrebbero essere le implicazioni dei vari sistemi di governance, in relazione al controllo dell'impresa, anche per la gestione finanziaria dell'impresa stessa (siccome la quotazione pubblica dell'impresa determina, ad esempio, cambiamenti nella gestione dell'impresa e nelle regolamentazioni da rispettare). La quotazione in borsa determina grandi cambiamenti nel sistema di governance, come vedremo, soprattutto nella necessità di acquisire amministratori con requisiti di indipendenza specifici. Vedremo l'influenza della governance su due scandali specifici, Enron e Parmalat.

L'assignment individuale della prima parte del corso verterà sul codice di funzionamento di società quotate italiane: si tratta di raccomandazioni che la borsa italiana fa alle società quotate per fare in modo che le società quotate abbiano una governance di buona qualità. Nel caso in cui si decida di non seguire tali raccomandazioni è necessario diffondere delle motivazioni. Esiste anche il codice per le società non quotate, siccome anch'esse devono avere una certa qualità di governance per un buon funzionamento. Ci concentreremo su due visioni della governance:

- **Classica:** mette l'accento sull'azionista e definisce come fine dell'impresa la creazione di profitto per gli azionisti (visione neoclassica)
- **Stakeholder:** ci si concentra su tutti i portatori di interesse verso l'impresa, non solo verso gli azionisti (per cui la governance deve tenere conto di tutti questi interessi)

Sarà necessario considerare non solo la governance interna alla società, ma anche quella esterna, data dall'insieme di tutti quei soggetti interessati alla realizzazione di una maggiore sicurezza per le imprese del tessuto economico (istituzioni che controllano come la Consob, SEC per il mercato americano, ecc.). Tali istituzioni devono monitorare il funzionamento del mercato, oltre che dare alcune raccomandazioni specificate in precedenza (*best practices*). Sarà anche necessario osservare non solo la governance, ma anche la connessione di quest'ultima sulla strategia aziendale, oltre a concentrarci anche sulla governance delle imprese familiari, le quali non necessariamente fanno riferimento a piccole imprese di grande semplicità. La governance di queste imprese può anche essere di grande complessità, oltre che essere quotate in borsa, siccome impresa familiare fa solo riferimento al fatto di essere controllata da una singola famiglia, non che tale famiglia detenga la totalità delle azioni. Le società quotate devono ogni anno redigere una relazione di governance aziendale, relativa non solo alla struttura degli organi societari ma anche con riferimento alla sua relazione sulla remunerazione degli amministratori. Iniziamo ora con la definizione del concetto di corporate governance ed i relativi sistemi.

LEZIONE 2 - DEFINIZIONE DI CORPORATE GOVERNANCE

È un tema di economia aziendale che fa riferimento alla proprietà e del governo delle imprese: ad esempio, il piano industriale viene redatto dal manager (magari seguendo consigli del consiglio di amministrazione), e viene approvato dal consiglio di amministrazione, mentre la titolarità della impresa non viene interessata da tale argomento (azionisti). Si tratta di definire come dovranno essere ripartiti gli utili residuali societari, ovvero tutti quegli utili che non sono stati già fissati in precedenza tramite contratti specifici (dipendenti, obbligazionisti, ecc.). Gli azionisti non sono gli unici ad essere remunerati in modo residuale, siccome ulteriori utili possono essere distribuiti ad altri soggetti in contesti specifici (es: remunerazione extra per dipendenti licenziati in situazione di dissesto societaria). Tale concetto risulta di particolare importanza in casi come quello analizzato del dissesto. Se non avviene un *bail out* da parte dello stato per salvare la società, potrà avvenire il *bail in* per decidere gerarchicamente chi saranno i soggetti ad accollarsi le perdite societarie: prima gli azionisti, poi gli obbligazionisti subordinati, obbligazionisti ordinari, correntisti con soglie oltre 100.000 euro (se parliamo di banche). Si parla anche di quali regole definiscono le regole del gioco di governo societario (es: statuto, ecc.), oltre che dei risultati da raggiungere (es: piano industriale, obiettivi ideologici dei singoli amministratori, ecc.). La definizione di **proprietà** dell'impresa fa riferimento a due concetti:

- **Gestione:** chi ha il diritto di governare l'impresa
- **Distribuzione:** chi ha il diritto di ricevere risultati residuali (positivi/negativi)

Nelle società di consulenza, ad esempio, non conta molto la distribuzione degli utili agli azionisti come è per le imprese industriali (siccome conta meno il fattore produttivo), per cui avrà maggiore importanza la componente di apporto di clientela all'impresa. Dovrà quindi essere realizzato un assetto di governance mirato a preferire coloro che portino clienti, piuttosto che coloro che portino capitale utile alla gestione. Nella corporate governance ha grande importanza la quota societaria detenuta: nel caso di Luxottica, ad esempio, prima della fusione con Essilor la società di Leonardo Del Vecchio, il fondatore, deteneva circa il 63% delle quote: dopo la fusione è stata creata una di nome EssilorLuxottica che detiene il 100% di Luxottica e Essilor (ed è quotata sulla borsa francese) ma tale holding è detenuta per il 32% dalla società di Del Vecchio (Delfin). Si può quindi dire come la maggioranza della titolarità aziendale sia ancora detenuta dalla precedente proprietà familiare di Del Vecchio. Secondo diverse definizioni, la corporate governance rappresenta:

- Un insieme di regole e vincoli che configurano le modalità ex-post del valore creato dalla impresa (ovvero come vengono distribuiti gli utili - definizione molto restrittiva)
- Insieme di strumenti con i quali i portatori di capitale si assicurano di ottenere un rimborso per quanto investito (definizione non ottimale siccome il focus diventano solo i portatori di capitale e il ritorno sull'investimento, fattori che come abbiamo detto prima rappresentano solo una parte della storia)
- Un elemento suddiviso in due componenti: una interna relativa alle regole per assegnare ruoli, competenze e doveri all'interno dell'impresa, ed una esterna legata a regole e norme mirate a stabilire il rapporto con gli stakeholders

Relativamente a quest'ultimo caso, risulta particolarmente rilevante al fine di gestione di specifici avvenimenti e situazioni come le operazioni con parti correlate (diritto commerciale), ovvero con riferimento a soggetti particolarmente legati agli amministratori/proprietari dell'impresa stessa. Nel caso in cui vi sia un rischio derivante dalla realizzazione di una operazione con il fratello del CEO sarà necessario rispettare specifiche regole per prevenire danni alla competizione del mercato o alla minoranza societaria. Secondo la definizione attuale di corporate governance, essa è:

L'attività di governo (amministrazione e controllo) svolta dai titolari dei diritti di proprietà (azionisti) e dai soggetti designati come rappresentanti negli organi societari

Esistono diversi metodi di gestione della governance (tradizionale, dualistico e monistico) in modo da garantire differenti tutele e risultati in base alla struttura scelta. La teoria dei diritti di proprietà afferma che gli azionisti siano gli unici portatori di interesse ad avere titolo nell'esercitare diritti di controllo, governo e scelta (titolarità). Tale logica si fonda sul fatto che gli azionisti sopportano il maggiore rischio di impresa: essendo remunerati in base all'andamento dell'impresa, sono coloro che risultano maggiormente interessati all'andamento della società, per cui dovrebbero essere loro a governarla. Inoltre, essendo gli azionisti sono maggiormente esposti al rischio di espropriazione della gestione dell'impresa da parte degli amministratori che agiscono per favore personale, essi dovrebbero essere coloro che gestiscono l'impresa. Il modello più diffuso è quello della società di capitali, dove gli azionisti hanno diritto di nomina degli amministratori.

Il sistema è stato concepito per delle imprese con *azionariato diffuso/quotate in borsa*, dove diversi azionisti non hanno interesse nella gestione dell'impresa, ma non risulta necessariamente anche il miglior metodo per casi come le imprese familiari, le società con azionariato composito, controllate dallo stato o altri tipi di imprese. Il problema del sistema tradizionale è decisamente riconducibile alla configurazione del consiglio di amministrazione nelle *public company*. La buona governance è influenzata dal CDA, ma sappiamo non essere l'unico data l'importanza dell'*alta direzione*, oltre a sapere come non siano solo gli azionisti gli unici stakeholder che influenzino le decisioni: grande problema risulta la discrezionalità manageriale, siccome una grande frammentazione delle quote porta ad un maggiore potere del manager, i quali potrebbero portare a scandali di gestione, grandi inefficienze societarie e minore redditività. Come è possibile evitare tale problema della eccessiva discrezionalità del CDA? È possibile evitare il problema d'agenzia tramite una specifica struttura del CDA? La delega dell'amministrazione porta normalmente ad asimmetria informativa e una divergenza di interessi che potrebbero causare danni all'impresa, nel caso in cui l'*agent* non agisca nell'interesse del *principal*. Quest'ultimo dovrà quindi inserire:

- Meccanismi di remunerazione legati ai risultati (stock options, ecc.)
- Monitoraggio del management
- Ottenimento di garanzie da parte del management

Tali meccanismi permettono agli azionisti di mantenere il controllo, ma portano allo stesso tempo ai costi di agenzia: una struttura di governance è efficiente se minimizza i possibili costi derivanti dai cinque costi di agenzia (slide). Un consiglio di amministrazione formato per la maggioranza/totalità di amministratori indipendenti è ritenuto la migliore forma di garanzia per l'impresa e gli azionisti, nonché di allineamento di interessi.

Dovremmo quindi avere gli azionisti, il CDA e il management completamente distinti tra loro in modo da permettere al CDA di monitorare il management e favorire l'allineamento degli interessi con gli azionisti. Non è però detto che tale configurazione sia ottima siccome il CDA non dovrebbe solamente controllare il management, ma anche fornire supporto alla definizione della strategia societaria (funzione di governo). In tal caso l'ideale diventa un CDA misto, composto in parte da amministratori indipendenti responsabili del controllo ed in parte da consiglieri executive perché dotati di grandi conoscenze in relazione all'impresa e al mercato. Tale parziale sovrapposizione permetterà al consiglio di amministrazione di fornire entrambe le mansioni agli azionisti e anche al management per prendere le migliori decisioni. Tale problema non dovrebbe però esistere in una impresa a proprietà concentrata, siccome pessimi risultati del management porterebbero solo ad una sostituzione del management grazie al completo controllo da parte degli azionisti. A causa dell'assenza del problema di allineamento di interessi, inoltre, non dovrebbe nemmeno esistere il

CDA giusto? Non è proprio così, siccome potrebbero esserci rischi derivanti dalla presa di scelte mirate non in favore dell'impresa ma verso altri appartenenti alla famiglia (nepotismo). Nelle imprese familiari vi è anche una inferiore propensione al rischio che tende a ridurre la redditività delle imprese familiari, fattori che potrebbero determinare la necessità di un CDA che favorisca la soddisfazione di altri interessi (dipendenti, impresa stessa, fornitori, ecc.) rispetto all'interesse del singolo imprenditore familiare.

Nelle imprese a proprietà familiare vi è quindi un problema di agenzia del secondo tipo: mentre il primo tipo (public company) si riferisce alla relazione proprietà-management, il secondo tipo fa riferimento alla relazione azionisti di maggioranza-minoranza. Siccome non serve necessariamente il 51% per esercitare il controllo, si genera un possibile problema di sfruttamento della minoranza in favore dell'imprenditore (nepotismo, minore propensione al rischio, inferiore realizzazione di investimenti, ecc.): avere a disposizione amministratori indipendenti permetterebbe di ottenere una migliore redditività societaria derivante dalla presenza di una porzione del CDA formata da soggetti che controllino l'operato degli amministratori con proprietà dell'impresa (oppure anche direttamente dotati del potere di gestione). È quindi affermato come la sovrapposizione proprietà-management non permetta di raggiungere sicuramente un allineamento degli interessi d'impresa: si genera quindi una possibile terza sovrapposizione, in cui parte del CDA è formato da soggetti proprietari dell'impresa e allo stesso tempo parte del management.

LEZIONE 3 - STAKEHOLDERS vs SHAREHOLDERS VIEW

È necessario analizzare situazioni di cattivo governo, portato all'estremo nel caso Enron che verrà analizzato in seguito: tale cattivo governo deriva da alcuni fattori (slide) che potrebbero portare riduzioni di redditività sotto forma di alcune manifestazioni tipiche con cui gli amministratori e il management realizzino i propri interessi a scapito dei proprietari:

- Privilegiare la crescita dimensionale rispetto alla redditività: realizzabile tramite operazioni di diversificazione correlata, ecc.
- Privilegiare investimenti a basso rischio: realizzabile tramite una riduzione dell'impegno da parte del management, ecc.
- Ricercare l'arricchimento personale tramite pratiche scorrette: realizzabile tramite benefits fuori mercato, appropriazione illecita di utili, ecc.
- Erezione di barriere contro il take over ostile: realizzabile tramite clausole anti-scalata (con previsione di alte maggioranze, cambiamento scaglionato negli anni, ecc.), patti parasociali e grandi liquidazioni in caso di take over per evitare di essere rimossi dall'incarico in caso di cambiamento della proprietà (entrenchement)
- Focalizzazione sui risultati di breve periodo: presentare risultati buoni di breve periodo in sfavore del lungo periodo per sembrare bravi e ottenere il favore del mercato, il quale, nelle società quotate si concentra maggiormente sul breve periodo per la definizione del valore delle azioni (window dressing)
- Trasferimento di benefici a terzi: tramite nepotismo, ecc.

Quali sono i rimedi a tali problemi derivanti dalla separazione proprietà-controllo? Tali problemi possono essere risolti tramite tre meccanismi:

- Imporre strutture, regole e meccanismi: tali fattori fanno riferimento alle operazioni messe in campo dagli amministratori, ma anche al controllo degli amministratori stessi (sistemi di

controllo interno/esterno). Risulta importante un numero corretto di amministratori nel CDA, siccome un numero eccessivo porterebbe a deresponsabilizzazione nei controlli, ma un numero piccolo porterebbe ad una mancanza di risorse necessarie al controllo. Bisogna anche definire i rispettivi compiti del CDA, la frequenza minima delle riunioni, valutazione dell'operato del CDA, retribuzioni degli amministratori (generalmente non piccola e messa in relazione a risultati di breve ma anche lungo termine dal punto di vista finanziario, ma anche sociale) e il sistema di controlli interno ed esterno relativo al CDA (collegio sindacale, comitato audit, organismo di vigilanza, ecc.).

- Rendere efficienti i mercati e lasciarli agire come regolatori: in modo da obbligare il CDA ad essere efficiente siccome ognuno avrà accesso alla vera performance del manager. Nel caso in cui si comporti male ogni stakeholder saprà di aver ricevuto un danno derivante dallo stesso manager, il quale riceverà un danno d'immagine o un licenziamento. Tale soluzione può essere raggiunta nel mercato dei beni/servizi (tramite lo smantellamento di situazioni di monopolio), nel mercato finanziario (tramite la misura del valore delle azioni, la quale rappresenta una misura di valore in grado di disciplinare il manager) e anche nel mercato manageriale (tramite la trasparenza delle procedure di nomina e valutazione del manager, in modo da evidenziare possibili comportamenti negativi). Tali meccanismi risultano di grande importanza all'interno del mercato interno societario, dove le risorse sono conferite a coloro che sostengono di saperle utilizzare al meglio, mentre i cattivi amministratori sono sostituiti tramite la battaglia delle deleghe / take over ostili. Nel caso del take over, dato che una impresa gestita male avrà un valore quotato inferiore al suo valore potenziale, lo scalatore vorrà acquistare la società al prezzo basso e ristrutturarla in modo da instaurare amministratori in grado di aumentare il valore totale. Lo stesso potrebbe avvenire tramite l'utilizzo di deleghe.
- Privilegiare certe strutture del capitale: vi sono due tesi contrapposte, ognuna utilizzata in casi diversi e con diversi rendimenti finali. In particolare, mentre la prima fa riferimento all'utilizzo di una public company pura, la seconda si riferisce al controllo societario dato da un azionista di riferimento che permetta di eliminare il disallineamento management-azionisti. Tali sistemi si basano sul controllo concentrato dell'impresa, ma tale sistema ha alcuni problemi che potrebbero essere risolti tramite l'utilizzo dell'indebitamento che porti flussi di cassa negativi obbligatori, i quali ridurrebbero la discrezionalità del manager.

Vi sono due prospettive diverse sulla governance: una ristretta e una allargata. La responsabilità degli amministratori nel secondo caso, seppure nominati dai soci, è quella di generare valore per tutti coloro interessati nell'impresa (stakeholders). La struttura della governance cambia quindi con riferimento a due dimensioni: sia relativamente alle strutture utilizzate (oggi non solo il CDA ma anche altri sistemi) che in relazione agli interessi soddisfatti, non solo degli azionisti ma di tutti gli stakeholders.

LEZIONE 4 - FALLIMENTI DELLA CORPORATE GOVERNANCE

Sfruttando le leggi del mercato americano dell'energia e gas americano, il CEO di Enron decise di offrire servizi di copertura sulla volatilità di offerta del gas (settore finanziario e non dell'energia). La cosa ha avuto successo, motivo per cui Enron è considerata una delle più innovative aziende americane, successo che la portò a registrare valori enormi di fatturato. Ciò fu possibile grazie alle politiche di deregolamentazione intraprese dal governo Bush, oltre che allo sviluppo della borsa e del commercio di titoli. Tale situazione è però durata poco: investimenti eccessivamente liberi, poca attenzione alla redditività delle decisioni e alla sicurezza degli investimenti e dei clienti con una copertura finanziaria (solubilità). Politiche libere di bilancio, soprattutto a favore dei manager, hanno portato alla fine ad un crollo del valore del titolo e al fallimento dell'impresa. Oltre a ciò, la presenza di un fondo di liquidazione finale dei dipendenti, formato da liquidità destinata sia al

management che ai dipendenti normali, portò a grandi guadagni per il management e perdite per normali lavoratori: il management fece in tempo a prendere i soldi prima del fallimento, per poi disinvestire, mentre i lavoratori persero tutto.

Ma dov'erano i controlli? Cosa hanno fatto il collegio sindacale, revisori contabili, ecc.? Una delle possibili motivazioni delle politiche libere di bilancio derivò dalla possibilità, approvata dalla SEC, di utilizzare una *mark-to-market accountability*, ovvero un bilancio in cui potevano essere inserite valutazioni su investimenti e operazioni valutate in modo molto discrezionale: il management può decidere quale valore attribuire all'operazione, aumentando il valore dell'azienda per tutti coloro che credevano ai valori di bilancio (ovvero tutti in borsa, siccome il valore cresceva). Quindi, pochi controlli da parte della SEC e dei responsabili della borsa portarono a valori molto discrezionali di bilancio. In questa situazione, il management si arricchì enormemente grazie alla crescita di valore delle azioni e all'acquisto delle *stock options*, per poi venderle al valore maggiore prima del crollo. Per avere simili valori di bilancio, come detto, investimenti ad alto rischio e rendimento portarono a grandi problemi nel breve periodo (anche se tali investimenti venivano valutati bene in bilancio). La creazione di un impianto in India, un paese molto spaventoso per altre aziende, portò a crescita dei profitti grazie al bilancio e quindi anche al valore delle azioni: anche se poi il governo indiano non riuscì a pagare per l'energia prodotta da Enron, mentre il management otteneva enormi bonus in options, l'impresa perdeva soldi.

Il focus del management era l'aumento del valore delle azioni, cosa che poteva derivare solo da un convincimento degli analisti della borsa, i quali si basavano sui bilanci certificati di Enron, ma non solo: essi valutavano spesso con semplici chiamate telefoniche al manager di Enron, il quale diceva che non ci fosse alcun problema e che il bilancio risultava veritiero. Inoltre, grandi commissioni da Enron alle banche di investimento per ogni valutazione positiva dell'azienda, ovvero consigli degli analisti riguardo l'acquisto di azioni/obbligazioni di Enron, portarono le banche di investimento a favorire gli analisti con parere positivo dell'azienda e licenziare gli altri. Di conseguenza, un simile sistema di grande favore per valutazioni positive dell'azienda porterò all'aumento del valore del titolo anche in assenza di un bilancio veritiero e di una valutazione corretta di investimenti e rischi sostenuti da Enron. Nessuna delle istituzioni responsabili di mettere insieme un sistema di *checks and balances* si preoccupò di gestire la situazione: nessuno degli avvocati, revisori contabili interni/esterni decise di segnalare la situazione alle autorità competenti in modo da poter essere pagati da Enron cifre esorbitanti o ottenere grandi commesse di consulenza per mantenere il segreto e dare valutazioni positive sull'azienda. In particolare, la società di revisione Arthur Andersen, una delle Big 5 ai tempi di Enron, non segnalò il problema: una volta scoperta la truffa la società di revisione fallì a causa del danno d'immagine derivante dalla vicenda (motivo per cui oggi sono le Big 4). In questo caso, il problema derivava dal fatto di avere la possibilità di certificare il bilancio di Enron ma allo stesso tempo poter effettuare consulenze su commessa pagate da Enron. Il problema della vicenda di Enron non era quindi il CDA in sé, ma il fatto che soggetti tra cui il revisore contabile e il comitato per il controllo interno venivano pagati con tramite azioni di Enron, pratica che ad oggi non risulta più legale (chi ha funzioni di controllo deve essere pagato a compenso fisso).

Relativamente al caso Parmalat, invece, il gruppo presentava una struttura di governance molto complessa: Coloniale Spa rappresenta la finanziaria della famiglia titolare, la quale controlla quasi il 50% della holding finanziaria Parmalat quotata in borsa, la quale a sua volta possiede quasi il 90% di Parmalat Spa, la quale detiene la maggior parte della produzione industriale. Quest'ultima detiene una serie di società sotto di essa, tra cui la Bonlat Financing Corporation, la quale si trova nelle isole Cayman, caratteristica che potrebbe insospettire qualunque consulente finanziario data l'assenza di rendicontazione e trasparenza in luoghi simili. Infatti, tale società rappresenta il luogo di collocazione di ogni operazione illegale, perdite e debiti da nascondere al mondo. L'inizio della crisi di Parmalat avviene nel corso del 2003, quando si scoprono utili falsamente dichiarati, valori dell'attivo inesistenti e debiti nascosti. Nel 2003 vi erano 5.347 mln di debiti finanziari e liquidità per 3.537 mln, una situazione finanziaria piuttosto sbilanciata che pochi analisti hanno notato. Nel

Febbraio del 2003 viene annunciato un prestito obbligazionario di 300 mln che porta ad un crollo di valore del titolo in borsa, evento che poi richiese una spiegazione da parte dei dirigenti, i quali giustificarono il prestito con la dichiarazione per cui la società effettuava spesso acquisizioni, per cui maggiore liquidità avrebbe portato flessibilità in caso di ulteriori acquisizioni. Inoltre, viene spiegato come tale operazione non fosse inefficiente dal punto di vista del costo: essendo gli oneri finanziari deducibili, un maggiore indebitamento avrebbe portato ad un risparmio fiscale enorme (anche se gli interessi per il debito sono al 6%, in passato, se il beneficio fiscale è del 3% allora il costo netto del debito sarebbe il 3%). Essendo la liquidità investita in paesi favorevoli dal punto di vista fiscale, inoltre, avrebbe portato ad un ancora minore costo del debito. Tale spiegazione portò ad un aumento del valore dell'azienda dopo il crollo. Iniziano però le domande da parte di molti controllori e revisori contabili, non solo in relazione alla solvibilità al debito del gruppo, ma anche con riferimento a valori presenti nell'attivo (fondi, ecc.). Il momento di maggiore importanza si svolge il 19 Dicembre, quando Bank of America disconosce la liquidità di 3.537 mln riportata dalla società nei mesi precedenti nel bilancio di Bonlat, cosa che fa crollare il valore del titolo e porta al fallimento della società. Oltre alla liquidità assente, anche il fatturato annuale fu falsificato fin dal 1990, anno di quotazione del titolo in borsa. La maggior parte dei falsi valori vengono iscritti alla voce liquidità nell'attivo circolante, in modo da migliorare la solvibilità ai debiti di breve periodo. Normalmente, tuttavia, i falsi valori non vengono inseriti nella liquidità, ma in quelle poste del bilancio più soggette a valutazione: rimanenze finali, immobilizzazioni immateriali, avviamenti non svalutati, ecc.

La quotazione in borsa del 1990 potrebbe quindi essere servita per allargare la base azionaria ed avere accesso al capitale di rischio, oppure per accedere ad emissioni obbligazionarie di larga scala. In ogni caso, i soggetti dedicati al controllo e revisione dei bilanci di Parmalat (Deloitte) avrebbero dovuto svolgere meglio il loro lavoro? In realtà, Deloitte aveva poche colpe essendo il revisore di Parmalat solo da pochi anni: la società precedente avrebbe dovuto accorgersi del problema (dato che ogni 9 anni vanno cambiate le società di revisione per evitare conflitti di interesse) grazie alla maggiore conoscenza dell'impresa. Inoltre, è possibile avere un revisore secondario, mentre quello principale dovrà occuparsi del consolidato e delle società che formano la maggioranza dell'attivo del bilancio totale. Era quindi stato mantenuto il vecchio revisore per una parte delle società del gruppo, il quale sapeva della falsità dei bilanci realizzate dopo al 1990, fino al fallimento nel corso del 2003: erano stati proprio loro a suggerire di mantenere la liquidità falsa in paesi caratterizzati da pochi controlli, sperando di sistemare il problema in futuro. Vi era inoltre un problema nella regolamentazione, siccome il revisore principale non risultava responsabile di revisioni realizzate dal revisore secondario, motivo per cui il revisore principale non si preoccupava delle revisioni di società considerate secondarie (come Bonlat) affidate al revisore secondario. Ad oggi, il revisore principale è responsabile anche dei dati forniti dal revisore secondario.

Relativamente alla governance interna, mentre Enron risultava una public company pura con molti azionisti di minoranza, Parmalat risultava una impresa familiare dove la famiglia Tanzi deteneva la maggioranza delle quote. Inoltre, il CDA era composto da una piccola parte da amministratori indipendenti (spesso comunque legati alla famiglia Tanzi da legami affettivi o di conoscenza), oltre al fatto di registrare una coincidenza tra CEO e presidente, fattore che rende concentrato il potere. Infine, il fatto che la totalità del comitato per il controllo interno risultava rappresentata da soggetti non indipendenti dalla società: nelle best practices, tale comitato dovrebbe essere formato solo da amministratori indipendenti. Il collegio sindacale, allo stesso tempo, non ha mai segnalato fatti di dubbia veridicità. Oltre ai soggetti interni, cosa avrebbero dovuto fare i soggetti esterni in relazione ai controlli della società? Soggetti come la Bank of America, Deloitte e la Consob avrebbero dovuto controllare la situazione in modo più specifico, anche andando contro una miriade di documenti e dichiarazioni che elogiavano Parmalat come una impresa italiana di alto livello. Ad esempio, data la capacità di Banca d'Italia di accedere a dati sul rischio del debito bancario (dato che Parmalat si era indebitata in modo pesante su altri mercati), essa avrebbe dovuto vigilare meglio sulla strategia

patrimoniale e finanziaria di Parmalat. Era quindi necessario analizzare al meglio la situazione, in modo da evitare valutazioni ottimali come BBB da parte di Standard and Poor. Allo stesso tempo, una migliore attenzione alle normative avrebbe evitato situazioni come quella derivante dal buco normativo in ambito di emissioni direttamente sottoscritte dal pubblico: normalmente è necessaria la pubblicazione di un prospetto informativo approvato dalla Consob, ma nel caso di Parmalat tali collocamenti non avvenivano direttamente, ma attraverso consorzi di collocamento organizzati da grandi banche (non era quindi necessaria l'approvazione della Consob). Allo stesso tempo, il fatto che diverse banche e società di gestione del risparmio incaricate della gestione dei titoli Parmalat non avevano acquistato tali titoli a loro volta, denotando una conoscenza della pessima situazione economico-finanziaria di quest'ultima (banche e società di gestione del risparmio sapevano tutto).

Tale situazione di Parmalat derivava da un desiderio della famiglia di realizzare diversificazioni in nuovi mercati, strategia che ha portato a grandi perdite di risorse. La motivazione per il quale tale famiglia non abbia deciso di ammettere i propri errori e procedere alla ristrutturazione societaria è che essa fosse ossessionata dalla propria *reputazione* come famiglia rispettabile e di fondamentale importanza in Italia. La soluzione è stata quindi la manipolazione dei bilanci nel breve periodo, in modo da coprire una pessima situazione e rimediare in qualche anno. Tuttavia, la situazione non è migliorata: la realizzazione di numerosi investimenti rischiosi per rimediare ai buchi di bilancio ha portato solo ad ulteriori perdite, che unite all'alto indebitamento hanno portato alla scoperta finale della pessima situazione a seguito dell'impossibilità di pagare obbligazioni a scadenza, siccome il vero e proprio dissesto avviene alla mancanza di liquidità necessaria a pagare i debiti. Quali sono quindi le condizioni che portino al fallimento di società di una simile dimensione in seguito ad un periodo di grande splendore derivante da frodi e falsi in bilancio? Tale *corporate illegality* dipende da tre fattori distinti:

- **Motivazione a realizzare comportamenti fraudolenti:** risulta necessario nascondere alcune performance negative in modo da evitare riduzioni del valore societario e licenziamenti del management, nonostante è probabile che tale dissesto derivi da incompetenza di esso, in alcuni casi voluti e mirati all'accrescimento della reputazione del management tramite una maggiore grandezza dell'azienda (*empire building*). Spesso, tuttavia, tali periodi di dissesto sono successivi a periodi di vero splendore, magari anche derivanti da strategie innovative in grado di generare grande ricchezza nel breve periodo: società di grande successo sono meno probabili di registrare situazioni di dissesto che portino a comportamenti fraudolenti, motivo per cui spesso vengono controllate meno. Allo stesso tempo, tali comportamenti si potrebbero realizzare a seguito di appropriazioni indebite di risorse da parte di manager, soci e imprenditori.
- **Opportunità di realizzare tali comportamenti senza essere scoperti:** avere architetture di società particolarmente complesse, fattore che porterebbe a maggiore difficoltà per soggetti esterni nell'individuazione di falsi in bilancio. Il CFO di Parmalat aveva ideato specifiche entità contabili che avrebbero potuto non essere inserite in consolidato, in cui si inserivano tutte le mancanze contabili, falsi ricavi e debiti. Tale opportunità potrebbe derivare anche da governance deboli, sia nella struttura che nella composizione, formata da soggetti non in possesso di competenze o motivazioni necessarie a svolgere un controllo efficace. Ciò porta a minore probabilità di segnalare dissesti aziendali, insieme alla presenza di diversi buchi normativi (es: Enron poteva affidare contratti di consulenza alle società di revisione, che ha portato a pagamenti da Enron a tali società per chiudere un occhio sui bilanci). Anche una assenza di buchi normativi potrebbe portare a problemi in caso di particolari prassi diffuse nel mondo economico: ad esempio, gli analisti tendono a guardare all'indebitamento netto finanziario (PFN = debiti - liquidità), cosa che ha portato nel caso di Parmalat ad un minore controllo in relazione ai componenti di tale valore, formato da debiti nascosti e liquidità in realtà inesistente.

- **Possibilità di scegliere cosa fare in base all'etica della governance:** due diversi piani etici, uno relativo all'organizzazione e uno ai singoli componenti della governance, potrebbero portare a grandi problemi in caso di disallineamento. Dovrebbero invece essere allineati a favore della trasparenza e della correttezza, cosa che spesso viene subordinata al maggiore soddisfacimento del mercato (concentrarsi solo sul mercato può portare a problemi, per cui risulta fondamentale controllare tale mercato con regole etiche e coercitive). È importante l'interesse dei singoli individui, in modo da evitare comportamenti opportunistici a sfavore della maggioranza e della società.

LEZIONE 5 - BEST PRACTICES

Si parla quindi di buone prassi, ovvero raccomandazioni che dovrebbero portare ad una ottimale struttura di governance. Tali codici di autoregolamentazione si occupano quindi di definire delle linee guida che, se seguite, dovrebbero portare ad un migliore controllo interno di varie operazioni societarie. Ha una origine comparativa e funzionale, ovvero mirato al paragone con sistemi di altri paesi in modo da individuare le migliori soluzioni in relazione alla governance, specialmente in relazione ai problemi di agenzia del management: una buona governance dovrebbe garantire un maggiore rispetto degli interessi degli azionisti, con un abbassamento dei costi di agenzia e quindi anche del costo del capitale di rischio. Le società quotate sono, oltretutto, tenute a comunicare e motivare ai soci e alla Borsa italiana le motivazioni che potrebbero aver portato all'inutilizzo di tali raccomandazioni del codice (*comply or explain*). Tali raccomandazioni sono inoltre neutrali in base al sistema scelto: in modo da incentivare l'utilizzo di tali linee guida, esse sono realizzate in modo da risultare applicabili in tutti e tre i sistemi di governance delle società di capitali, il tradizionale, monistico e dualistico. Importante sapere che alcuni dei valori espressi nelle slide non sono ripresi dal codice stesso, a risultano da considerazioni dei professori in base alla propria esperienza. Nel corso del 2020 è stato inoltre approvato il nuovo codice per le società quotate, che essendo stato modificato in numerosi aspetti ha permesso alle società quotate di adottare tale regolamento dal 2021, in modo da garantire un periodo di preparazione (quindi la prima relazione sulla governance relativa al nuovo codice sarà quella del 2022). Le principali modifiche del codice sono state:

- **Esplicita definizione di successo sostenibile:** significa creare benefici per gli azionisti nel lungo termine, con considerazioni degli altri stakeholders rilevanti. Si tratta quindi di una logica stakeholder, ripresa in parte, per assicurarne una soddisfazione almeno parziale, in secondo piano rispetto agli azionisti che dovranno ricevere benefici di lungo periodo.
- **Semplificazione e proporzionalità:** al fine di incentivare l'accesso ai capitali per le piccole/medie imprese sono state realizzate regole diverse in base alla dimensione. Vi sono alcune imprese, dette grandi, caratterizzate da raccomandazioni specifiche, mentre altre specifiche raccomandazioni fanno riferimento a quelle società con proprietà concentrata (frequente in Italia rispetto ad altri paesi).
- **Stakeholder engagement:** il consiglio di amministrazione deve promuovere il dialogo con azionisti ma anche stakeholder rilevanti, regola molto utile per i fondi di investimento che detengono piccole percentuali (3%) di una società. Tale partecipazione gli permette spesso di ottenere influenza sulla realizzazione di specifiche operazioni, tra cui la nomina membri del CDA. In tal senso, il dialogo con tali soggetti permette di includerli nelle decisioni di grande rilevanza, oltre che ottenere suggerimenti in relazione a specifiche operazioni di cui hanno grande esperienza. Il CDA ha quindi, su proposta del presidente e accettazione del CEO, il compito di promuovere il dialogo con gli azionisti e stakeholders. Il presidente deve assicurare che il CDA sia informato sullo sviluppo di tale dialogo.

- **Piani di successione:** nel caso in cui membri del management decidano di uscire dal ruolo, sarà necessario definire dei piani di successione mirati alla definizione di quelle specifiche operazioni necessarie alla sostituzione dei soggetti cessati dall'incarico.

Possiamo quindi definire il ruolo del CDA secondo il codice di autodisciplina, come sempre delle raccomandazioni relative alla buona governance. Ciò che troviamo sulle slide viene però dal libro, ma gli argomenti sono gli stessi:

- **Deve funzionare realmente:** si occupa dell'elaborazione delle linee guida, della strategia e dell'organizzazione, oltre che dei sistemi di controllo e della remunerazione amministratori. Non deve quindi essere un organo meramente formale o solamente di ratifica, siccome esso deve avere un effetto principale nella redazione e approvazione degli elementi descritti, per cui non deve semplicemente ratificare le decisioni del top management.
- **Non coincide con il top management:** la maggior parte del CDA non deve essere formata da executive, siccome in caso contrario avremo che il management controllerà se stesso in ogni operazione realizzata. Mentre il CDA non si occupa della strategia ma semplicemente dell'approvazione, consiglio e controllo dell'operato del management, quest'ultimo genera piani aziendali e strategie congiuntamente al CEO, il quale li sottopone al CDA per ricevere approvazione in relazione ad azionisti e stakeholders.
- **Composizione normalmente da 7-15 persone:** un numero troppo grande porterebbe rischi derivanti da una eccessiva lentezza operativa e deresponsabilizzazione, siccome con molti amministratori nessuno sarebbe incentivato ad agire in modo attivo, aspettandosi che altri lo facciano al posto suo. Non deve nemmeno essere troppo piccolo, siccome ciò porterebbe ad una mancanza di tempo e risorse per svolgere un'attività efficace.

L'articolo 2 si riferisce invece alla differenza tra consiglieri esecutivi/non esecutivi (anche detti con delega/senza delega). I primi si riferiscono al presidente e consiglieri con delega che ricoprono le cariche direttive nella società stessa/controllate, mentre i secondi si riferiscono a soggetti con peso significativo nell'assunzione delle delibere consiliari e nel controllo della gestione. Nella versione del codice emanata nel 2018 è inoltre stata introdotta una raccomandazione relativa alle cosiddette quote di genere, per le quali deve essere presente una certa percentuale negli organi di controllo e governo del genere meno rappresentato. Tale raccomandazione deriva da leggi specifiche, quindi obbligatorie, inserite ed estese negli ultimi anni a livelli superiori rispetto alle raccomandazioni del codice di autogestione. Si è quindi verificato un disallineamento, siccome la percentuale del codice risulta inferiore a quella obbligatoria della legge, ma ha fatto un passo in più proponendo alcune raccomandazioni sulla parità di trattamento non solo nel CDA ma nell'intera organizzazione.

Devono inoltre essere presenti dei consiglieri indipendenti tra i consiglieri non esecutivi, ovvero consiglieri caratterizzati dall'assenza di relazioni dirette/indirette che potrebbero comprometterne il giudizio (quindi essere non esecutivi non significa essere indipendenti, mentre essere esecutivi significa per forza non essere indipendenti, essendo spesso gli esecutivi dei soggetti delegati). Essi devono essere valutati dall'organo amministrativo in modo da assicurarne l'indipendenza subito dopo la nomina come amministratore non esecutivo, oltre che durante il mandato (CDA valuta in corso di nomina e durante il mandato l'indipendenza dei *non executive*). Il numero e competenze degli amministratori indipendenti deve inoltre essere consona alle esigenze/funzionamento del CDA, in modo da garantire un efficace controllo sull'operato di CEO e amministratori esecutivi, evitando che perseguano scopi personali a scapito di azionisti/stakeholders (funzione principale degli amministratori indipendenti). Il numero e le competenze dovranno essere anche sufficienti alla creazione dei comitati di controllo, i quali richiedono specifici numeri e requisiti. Tale numero

di amministratori viene calcolato sulla base di un criterio di proporzionalità, il quale definisce un numero minimo di amministratori per le società grandi:

- **A proprietà concentrata:** almeno 1/3 del CDA formato da consiglieri indipendenti
- **A proprietà non concentrata:** almeno 1/2 del CDA formato da consiglieri indipendenti

Le altre società devono essere indipendenti almeno 2 consiglieri diversi dal presidente, nonostante in generale, la situazione ottimale richieda come la maggioranza dei membri del CDA sia formata da consiglieri indipendenti. È inoltre importante definire tutte le caratteristiche che renderebbero un consigliere non indipendente: si tratta di criteri oggettivi secondo i quali un amministratore che non li soddisfi sia a rischio di non titolarità dell'indipendenza dalla società in questione (necessario notare come, nonostante tutti gli amministratori siano nominati dall'assemblea, che potrebbe anche essere espressione di una famiglia proprietaria di una quota importante del capitale sociale, il fatto di essere nominati dalla famiglia/azionisti non fa perdere l'indipendenza, ma è necessario che non siano rispettati i criteri descritti). È possibile vedere nella tabella come il numero di consiglieri di minoranza sia cresciuto enormemente sul totale dei consiglieri, fattore che permette di inserire nel CDA una maggiore diversità di opinioni in grado di generare maggiori controlli ma anche grande attenzione di una maggiore % del CDA alle operazioni intraprese dal top management (dovrebbe essere anche lo stesso top management a volere una maggiore diversità di opinioni nel CDA, cosa che porterebbe a confronti di migliore importanza in relazione a strategie, ecc.).

All'interno del CDA è anche fondamentale il ruolo del presidente e del CEO, soggetti con mansioni descritte dalle raccomandazioni del codice: il presidente senza deleghe fissa l'ordine del giorno, fissa l'informativa, garantisce il confronto e soprattutto garantisce il *check and balance* dei poteri. Tale equilibrio dei poteri è a rischio quando esiste un soggetto che incarna entrambi i ruoli: sia il CEO che il presidente. Tale problema si risolve tramite la nomina di un *lead independent director*, il quale avrà un ruolo simile a quello del presidente del CDA, ovvero mirato a generare un equilibrio dei poteri. Tale soggetto entra in gioco anche nel caso in cui il presidente sia la persona che gestisce la società, oltre che nel caso in cui sia richiesto dalla maggioranza dei consiglieri indipendenti nelle società grandi (più di 1.0 mld di capitalizzazione). Tale soggetto dovrebbe essere un *primus inter pares* rispetto ai consiglieri indipendenti, soggetto con ruolo di controllo e monitoraggio all'interno delle riunioni degli amministratori.

Il CDA deve anche essere formato da comitati, dei sottoinsiemi del consiglio di amministrazione: tre comitati sono raccomandati dal codice, quello per le nomine, le remunerazioni e per il controllo di gestione/rischi. I comitati non hanno potere deliberativo e decisionale, ma ruolo di istruttoria che porti alla creazione di pareri per il CDA, che può ascoltare tale parere o rifiutarlo. Ad esempio, nel caso in cui sia necessario definire remunerazioni del CEO, sappiamo che non sarà necessario semplicemente definire quanto, ma anche come: devo definire la remunerazione fissa e variabile, ovvero basata sulla performance, ma in tal caso dovrò anche decidere quale tipo di performance: potrebbe essere solo finanziaria, oppure anche in relazione alla performance sociale/ambientale, e dovrei anche decidere se basarmi solamente sul breve periodo o anche medio/lungo periodo. Per prendere una decisione di simile importanza, il CDA si affida al comitato remunerazioni, soggetto formato da tre consiglieri che convocano il capo del personale per richiedere un'analisi benchmark relativo alle remunerazioni di altre aziende sullo stesso mercato e in situazioni simili. In tal modo sarà possibile capire quale sarà la remunerazione media di altre aziende e i metodi di performance: sarà quindi possibile realizzare simulazioni in grado di definire come tale remunerazione impatti l'operato del management, su cui poi definiremo la remunerazione finale del CEO tramite delibera del CDA. Non è sempre necessario utilizzare tale procedimento, siccome potrebbero anche essere fissate le regole del gioco in modo preventivo, in modo da poter applicarle in modo rapido in caso, ad esempio, di nomina di un nuovo CEO. Il CDA decide come vengono composti i comitati, oltre che definirne le competenze e requisiti di competenza nella materia in esame. Ogni comitato viene

coordinato da un presidente che informa il CDA di ogni informazione utile prima di ogni riunione, il quale può decidere di seguire la raccomandazione o fare di testa propria, anche se normalmente vien ascoltato il parere del comitato competente di materia. È anche possibile organizzare comitati in modi diversi da quelli raccomandati dal codice, oltre che attribuire le funzioni di un comitato al CDA, sotto il coordinamento del presidente, secondo alcune specifiche condizioni per semplificare la governance societaria. È comunque importante distinguere la forma dalla sostanza: seguire ogni raccomandazione del codice non porta necessariamente al buon funzionamento della governance, mentre società che non seguono il codice non porteranno necessariamente a cattiva governance se gli organi societari funzionano correttamente.

Il CDA deve necessariamente riunirsi almeno 6 volte l'anno e agire in modo informato, motivo per cui ogni consigliere deve ricevere alcuni giorni prima della riunione la documentazione necessaria alla partecipazione attiva al consiglio. È anche necessario che il CDA rediga un'autovalutazione sul proprio operato, composizione e funzionamento della governance: tale questionario anonimo deve essere sottoposto ad ogni consigliere per ottenere una analisi corretta del funzionamento del CDA, fattore di grande importanza sulle modifiche alla composizione/competenze del CDA.

LEZIONE 6 - ESERCITAZIONE

Faremo riferimento al caso di Sokol, società posta in un contesto molto particolare: si trova oggi in un paese ex-comunista, con tasso di crescita del Pil di oltre il 7%, con forte rilevanza di commesse statali e con un presidente a 1,5 anni dalla scadenza del proprio mandato, mentre si diffondono le best practices di corporate governance. In relazione all'impresa (non più al contesto), fa parte di un gruppo di società con a capo due giovani imprenditori, i quali hanno favorito una governance di natura molto evoluta come voluto dal presidente. La situazione va molto bene, grazie alla presenza di tutte le commesse statali e alla buona governance. Tuttavia, il presidente rilascia una intervista che lo porta a dichiarare come il presidente del paese avrebbe dovuto lasciare il proprio posto ad altri soggetti, dichiarazioni che avrebbero potuto rovinare il rapporto con il governo, soggetto di grande importanza per l'azienda a causa delle commesse. Si convoca quindi un CDA straordinario per la discussione della situazione, con quattro opzioni:

- Il presidente rilascia una dichiarazione, attaccando il giornalista per aver compreso male
- I due fondatori rilasciano una dichiarazione in cui affermano il licenziamento del pres.
- Il presidente se ne va in silenzio e i fondatori mandano una lettera privata al presidente
- Non fare nulla e tenere la lettera di dimissioni del pres. in caso di necessità

Rimangono comunque alcune domande relative al CDA:

- Chi dovrebbe presiedere il CDA?
- Dovrebbe essere presente il presidente? Quanto dovrebbe rimanere?
- Come si rendono tranquilli i membri del CDA per convincerli a dire quello che credono?
- Dovremmo discutere la successione del presidente?

Il CDA è formato dal presidente indipendente, i due fondatori non indipendenti soci al 50% e altri quattro consiglieri indipendenti membri dei comitati specifici. Rimangono quindi fuori il CEO e gli altri consiglieri non indipendenti. La prima cosa da decidere dovrebbe essere chi presiede il CDA, ma bisogna anche sapere che in CDA ci sarà anche il soggetto responsabile delle relazioni con tutti gli investitori (anche se non fa ufficialmente parte del CDA, per cui non vota). Un primo gruppo ha deciso di non far presiedere il presidente, il quale parteciperà solo in una prima fase del CDA, ma una seconda parte in cui si voterà sarà realizzata senza il presidente e presieduta dal responsabile del comitato audit indipendente. Secondo un secondo gruppo, invece, si potrebbe anche evitare di

dare alcuna spiegazione da parte della società, siccome una semplice intervista non avrà effetti di grande rilevanza sull'andamento generale del fatturato. In relazione ai mercati finanziari, uno dei presidenti dei gruppi risponderebbe con tranquillità, in modo da evitare che una intervista generi effetti importanti sull'andamento. Inoltre, un cambio del presidente darebbe voce alla vicenda con rischio di aggravare una situazione che non abbia attualmente alcun problema. Al contrario, anche se i due proprietari hanno attualmente una visione molto preoccupata della situazione, il pensiero dei consiglieri indipendenti sarebbe quella di evitare problemi derivanti da una esposizione molto pubblica della società (opzione 3 - 4). La decisione finale è quella di trovare un nuovo presidente in periodi brevi con funzioni solo temporanee, mentre il vecchio presidente (senza voto al momento della decisione) si dimetterà.

LEZIONE 7 - UNILEVER e INVESTIMENTI ESG

Nel corso del 2003 la governance di Unilever non era rappresentata da una buona struttura, dato che i 12 consiglieri indipendenti (sul totale di 20) non avevano diritto di voto, cosa che annulla in modo definitivo le competenze detenute da tali soggetti. Solamente gli 8 consiglieri esecutivi con diritto di voto avevano potere di approvazione all'interno del CDA, ma essendo allo stesso tempo esecutivi significa che gli stessi soggetti che approvavano le operazioni erano gli stessi incaricati della loro creazione e proposta al CDA. Allo stesso tempo, la presenza di due presidenti esecutivi, uno per il sistema monistico in Gran Bretagna e uno per quello monistico in Olanda, non rendeva semplice l'identificazione delle competenze. Infine, l'assenza di un CEO (sostituito dai presidenti) determinava l'assenza di un singolo *capo* della società, un soggetto unico di riferimento. Dal punto di vista dei comitati, inoltre, il comitato di nomina comprende anche 2 consiglieri executive, cosa che normalmente si realizza solamente in modo saltuario tramite convocazioni degli executive in modo da ricevere spiegazioni e deliberare consigli al management (normalmente non ci sono degli executive permanenti nei comitati). Sarebbe quindi meglio avere degli executive partecipanti ai comitati solo su invito e non in modo fisso o non farli partecipare del tutto alle riunioni (decisione generalmente presa per comitati di grande importanza come audit/risk management, i quali sono subordinati non agli executive ma al presidente, se non è executive, o al CDA). È infatti importante che degli executive partecipino, anche in modo non fisso, ai comitati siccome sono loro a disegnare e mettere in pratica le direttive di interesse del comitato (es: creano il sistema di audit), il quale si limiterà solamente a controllare che tutto vada bene e fornire alcuni consigli.

È stato deciso successivamente di modificare la struttura di governance nonostante la struttura di Unilever utilizzata da decenni avesse sempre portato a grandi risultati positivi. La presenza di un forte concorrente come P&G aveva portato alla necessità di un cambiamento a seguito di un forte deterioramento della redditività aziendale, oltre che a causa della diffusione in UE di codici relativi alla buona governance. Tali fattori potrebbero aver portato ad uno scontento dei mercati finanziari ed in ultimo alla modifica della struttura di governance. Prima di tutto, i consiglieri senza voto si trasformano in consiglieri indipendenti con voto, mentre il numero totale di consiglieri si riduce ad un totale di 20 (7 executive e 9 indipendenti). La situazione cambia ancora nel corso del 2005, dove gli executive si riducono fino ad essere 4. Si definisce inoltre un solo presidente, il quale non è più executive come in precedenza, e viene anche nominato un CEO (soggetto diverso dal presidente). Viene infine istituito una sorta di comitato esecutivo (UEX - Unilever executive), formato in parte da executive presenti nel consiglio, mentre il rimanente da manager non consiglieri del CDA. Tale struttura garantisce la differenziazione tra CDA e top management, seppure una parte in comune tra i due elementi. Nel 2008 si arriva ad avere un totale di 2 executive e 11 indipendenti. Dal 2006 sono anche previste delle liste di minoranza, cosa che permette di avere in CDA degli esponenti di azionisti di minoranza, oltre che essere attivata l'autovalutazione del consiglio detta in precedenza. Tutti i comitati sono inoltre composti solo da consiglieri indipendenti, cosa che garantisce la voluta

distinzione tra management e organi competenti al controllo di esso. Viene così garantita anche la distinzione tra azionisti, CDA e management, dove il CDA rappresenta l'anello di congiunzione tra la proprietà (azionisti) e il management (anche se una parte del management coincide con il CDA, siccome il CEO e CFO appartengono ad entrambi). Se non fosse intervenuto il cambiamento voluto dalla società stessa a causa degli eventi descritti, in caso di grave condizione della governance può intervenire la Banca d'Italia o la BCE in modo da richiedere dei cambiamenti nella governance.

Tornando alla shareholders vs stakeholders view, numerosi passi avanti sono stati fatti in favore di una visione maggiormente comprensiva degli stakeholder: per ottenere profitti a lungo termine è necessario perseguire uno scopo e considerare esigenze di tutti gli stakeholder aziendali. Lo scopo è il motore della redditività a lungo termine, motivo per cui è necessario creare una governance che comprenda anche gli interessi di soggetti esterni agli azionisti. Nel 2019 il Business Roundtable ha pubblicato un documento in cui 181 tra CEO americani dichiaravano come l'obiettivo della loro impresa fosse non solo di generare valore per gli azionisti ma anche per tutti gli stakeholders. Tale affermazione è stata accolta da alcune critiche tra cui:

- Potrebbe essere una affermazione mirata ad evitare la rendicontazione di valori tassabili in bilancio? Questo perché risulta difficile rendicontare il valore derivante dalla creazione di valore per gli stakeholders, cosa che potrebbe portare a grandi problemi di valutazione di quelle poste di bilancio non relative a valori reali e consolidati come quelli per gli azionisti.
- Non dovrebbe essere il compito del governo quello di generare valore per tutti e garantire la soddisfazione di più interessi oltre a quelli degli azionisti? L'impresa non dovrebbe solo occuparsi della soddisfazione degli interessi degli azionisti secondo l'ideologia liberale del mercato?

Se osserviamo la lista dei sottoscrittori di tale documento, inoltre, quasi tutti si trovano all'interno di industrie oligopolistiche che sfruttano i consumatori e hanno una reputazione pessima in fatto di servizi ai clienti. Nessuno di loro ha intenzione di abbassare le barriere all'entrata a tali settori. Risulta quindi evidente come la soddisfazione degli stakeholder risulta subordinata a quella degli shareholders, per cui le parole sono diverse dalle azioni di tali CEO. In ogni caso, l'importanza di soddisfare gli interessi degli stakeholders è innegabile: gli investitori istituzionali sono perlopiù interessati ad investire in società che ripongano grande attenzione nella soddisfazione di tutti gli interessati all'impresa, non solo degli shareholders. L'impegno ESG impatta quindi in modo forte sulla sostenibilità di lungo termine dell'impresa, motivo per cui la crescita di tali investimenti sia in grande crescita negli ultimi anni, fino ad arrivare a circa il 50% degli asset totali in Europa (ma numerose stime evidenziano come tale valore sia decisamente inferiore). In generale, anche delle valutazioni restrittive dimostrano come il valore di tali asset sia risultato in grande aumento negli ultimi anni. Tali strategie sono divise in tre fasi specifiche:

- **Pre-investimento:** mi occupo di valutare i vari investimenti sulla base di alcuni criteri che possono determinare uno screening negativo/positivo. Nel primo caso decido di non fare investimenti in settori che risultano avere un impatto negativo sugli stakeholders (es: armi da fuoco, gioco d'azzardo, ecc.), mentre il secondo definisce quei settori in cui investimenti porterebbero a risultati positivi in termini di benefici ESG.
- **Post-investimento:** una volta investito ci sono due possibili atteggiamenti, dove il primo si riferisce ad un approccio passivo mirato all'ottenimento dei soli risultati tramite voti nella assemblea, mentre il secondo si riferisce ad un approccio attivo mirato alla realizzazione di un approccio di *engagement* che comprenda una interazione con il management per favorire azioni in grado di generare benefici ESG.

- **Disinvestimento:** vendita finale dell'investimento ad un prezzo maggiore di quello relativo all'acquisto iniziale

Esistono quindi sette strategie di investimento ESG elencate nelle slide, ognuna utilizzata in modo diverso dalle altre nel tempo. In particolare, risulta maggiormente utilizzato il metodo *exclusion*, il metodo più semplice da mettere in pratica. Risulta in grande crescita lo shareholder activism, che risulta più complesso ma più impattante sui risultati di lungo termine. Tale metodo risulta più in utilizzo in quelle imprese con minore performance attuale, in modo da generare grande crescita in breve termine grazie ad un maggiore intervento esterno (attenzione, non è necessario che la scelta di intervento sia riferita a elementi ESG, per cui potrei fornire il mio consiglio anche in relazione a decisioni meno impattanti in termini di ESG). Nonostante lo shareholder activism non sia risultato empiricamente migliore in termini di risultati finanziari e di bilancio, è evidente come l'effetto in termini di risultati sociali/ambientali sia decisamente importante.

È stato inoltre reso obbligatorio redigere una relazione non finanziaria del dec. leg. 254/2016, che dovrà contenere informazioni utili a valutare la performance ESG dell'impresa. Nonostante fosse generalmente redatto anche prima del 2016 da tante imprese, ora risulta obbligatorio per quegli enti di interesse pubblico (diverso dagli enti pubblici) come società quotate, assicurazioni e banche che rispettino specifici requisiti. È comunque possibile la redazione da tutte le imprese che siano interessate alla redazione di tale documento. Gli amministratori risultano responsabili in relazione alla conformità alla normativa, secondo professionalità/diligenza, mentre l'organo di controllo vigila sull'osservanza del decreto e ne riferisce nella relazione annuale all'assemblea. Nel caso in cui non sia inclusa nella relazione sulla gestione, tale documento dovrà essere iscritto nel registro delle imprese. Nelle slide si vede bene come ci sia una differenza notevole tra le società del FTSE MIB, dove circa il 66% realizza piani di sostenibilità aziendale. Le decisioni relative a sostenibilità sono generalmente affidati senza alcuna specificazione (normalmente al comitato controllo rischi), mentre solo una minoranza specifica i soggetti destinatari di tale mansione, con una piccolissima percentuale che le dedicano a specifici comitati di sostenibilità. Anche in questo caso, il FTSE MIB si distingue enormemente dalla massa. Lo stesso vale per la disposizione di sistemi di incentivi in relazione alla creazione di piani di sostenibilità (la percentuale è per più della metà appartenente al FTSE MIB). Nelle slide si vede quindi una analisi di correlazione che mostra come maggiore sarà la grandezza della società e maggiore sarà la probabilità che ci siano piani di collaborazione con degli stakeholders, sistemi di SDG (sustainable development goals) e la presenza di un comitato interno di sostenibilità. Inoltre, maggiore la presenza di consiglieri indipendenti e maggiore sarà la probab. di assumere pratiche di stakeholder engagement, adozione di piani di sostenibilità e SDG, la stessa correlazione che è possibile vedere in relazione ad un maggiore livello di investitori ESG. È però di fondamentale importanza capire che avere un maggior numero di consiglieri indipendenti, grandi e con investitori ESG non determina necessariamente come tali imprese siano migliori di altre con minori dimensioni/consiglieri indipendenti/investitori ESG: significa solo che tali imprese sono in generale maggiormente disposte a formalizzare una sensibilità ambientale/sociale (non è quindi necessario che il dichiarare di essere attenti alla sostenibilità poi porti ad azioni reali). L'interesse in relazione a stakeholder e ambiente risulta comunque in grande crescita, grazie a tre fenomeni:

- Etico-valoriale da parte della società
- Valutazioni della sostenibilità in termini di governo dei rischi
- Opportunità di business da cogliere per differenziarsi dai concorrenti

Sul fronte ESG la governance è quindi oggetto di valutazione da parte di coloro che investono in società ESG, oltre al fatto che la struttura si rivela decisiva in termini di adozione di pratiche ESG in un futuro prossimo. Ha quindi ruolo passivo (oggetto di valutazione) e uno attivo (protagonista della transizione dell'impresa verso l'adozione di pratiche ESG).

LEZIONE 8 - GOVERNO DEI RISCHI DI GOVERNANCE

Risulta necessario governare i rischi legati alla governance tramite un sistema di controllo interno, ovvero l'insieme di regole, procedure e strutture organizzative che permettano l'identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei rischi aziendali. Si utilizza il processo COSO (basato sul framework COSO), un sistema di controllo interno messo in atto dal CDA e dal management per raggiungere tre obiettivi: efficacia/efficienza di tutte le operazioni societarie, attendibilità delle informazioni di bilancio e conformità alle leggi/norme vigenti. L'obiettivo è la salvaguardia del patrimonio della società stessa da rischi in grado di comprometterlo, sia interni tra cui gli scandali finanziari, che esterni. Per fare ciò sarà necessario non lasciare gap nei principi e controlli, oltre che evitare la duplicazione delle attività. I principi generali che rendono il sistema in grado di gestire rischi potenzialmente in grado di compromettere il patrimonio sono:

- **Separazione di ruoli/compiti:** il sistema di controllo funziona solo se ruoli e mansioni sono organizzati in modo da attribuire il rischio a diversi soggetti di controllo tramite numerosi livelli autorizzativi pre-determinati (necessario definire le autorizzazioni all'attuazione di un'operazione, oltre che dati da registrare e controllo di movimenti fisici/virtuali dei beni)
- **Accountability:** attribuzione della responsabilità di una operazione a specifici soggetti in base ai compiti che gli sono assegnati
- **Tracciabilità di dati/informazioni:** possibilità di ripercorrere il processo per risalire ad una fonte dei dati e rendere quindi affidabile la valutazione di una attività
- **Proporzionalità:** focalizzazione su quelle attività che richiedono maggiore controllo data la maggiore sensibilità al rischio

Il sistema di controllo dovrebbe tendere ad un sistema di governance integrato, siccome non esiste un solo soggetto/organo di controllo, ma deve essere un sistema generale integrato. I controlli di primo livello sono quelli operativi, posti in essere dal management, il quale dovrebbe individuare, valutare e mitigare i rischi derivanti dalle operazioni. Il responsabile è il management siccome esso risulta l'organo indicato alla realizzazione di operazioni potenzialmente rischiose. Al contrario, il controllo di secondo livello avviene attraverso comitati rischi che raggruppano numerose funzioni aziendali e gestiscono determinati rischi in modo da ridurli (risk management), monitorano rischi specifici legati, ad esempio, al mancato rispetto delle normative (compliance) e monitorano rischi finanziari relativi al bilancio (controllo). C'è infine un controllo di terzo livello, definito da organi esterni/interni (tra cui il collegio sindacale ed organi esterni di vigilanza), mirato alla prevenzione definitiva dei rischi tramite la comunicazione preventiva al management (*assurance*). L'obiettivo di tutti gli organi inclusi nel sistema di controllo interno devono quindi supportare il management ed il CDA nello svolgimento delle proprie attività di contenimento del rischio.

Ovviamente il CDA rappresenta il cuore del sistema di controllo, oltre che essere incaricato della gestione dell'impresa, verifica dell'adeguatezza del sistema organizzativo, amministrativo e anche contabile, oltre che esaminare i piani strategici/industriali. Essi hanno una responsabilità verso la società stessa (non del buon padre di famiglia, ma professionale), creditori sociali, soci e terzi in termini di conservazione del capitale e comportamenti dolosi/colposi che siano potenzialmente in grado di pregiudicarlo. In modo diverso, l'amministratore delegato curano l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile relativo agli incarichi che gli sono stati delegati, oltre che riferiscono al consiglio di amministrazione e collegio sindacale sull'andamento dell'azienda. Infine, il collegio sindacale (uno degli organi di controllo di terzo livello) rappresenta l'organo delegato alla verifica della conformità allo statuto/legge della struttura societaria e delle attività svolte da management e CDA. Come gli amministratori, i sindaci sono solidamente responsabili per la conservazione del

capitale, ma in modo diverso non si tratta di un controllo di merito ma sola legittimità sostanziale delle delibere volute dagli amministratori (rispetto delle normative), oltre che avere responsabilità diretta in relazione alle affermazioni/documenti firmati nel caso di danni relativi al patrimonio societario se non dimostrano di aver vigilato a dovere. Infine, l'organismo di vigilanza introdotto nel 2001 con lo stesso decreto che ha istituito la responsabilità penale/amministrativa dell'impresa, prima solo in relazione alla persona fisica e non quella giuridica. Tale organismo viene nominato dal CDA e deve monitorare sul rispetto del modello 231, adottato dalla società per prevenire reati potenzialmente in grado di maturare la responsabilità penale dell'impresa stessa (evasione fiscale, salute e sicurezza sul lavoro, ecc.). Di conseguenza, nel caso in cui l'organismo rilevi alcuni errori nel rispetto di tale modello scatterà la responsabilità del soggetto competente (amministratore), ma anche la responsabilità penale della società stessa. Solo nel caso in cui la società dimostri di aver agito in modo coerente con il modello 231 non avverrà la responsabilità della società, siccome tale sinistro sarà probabilmente avvenuto per cause non prevedibili e gestite con diligenza da parte di tutti i soggetti competenti. Il revisore legale è invece il soggetto competente al controllo delle molte scritture contabili dell'esercizio, in modo da esprimere un giudizio positivo/negativo. Il revisore è caratterizzato da responsabilità solidale con gli amministratori nei confronti della società in caso di danni derivanti dall'inadempimento dei propri doveri. Il comitato controllo/rischi è invece organo dedicato al controllo dei rischi derivanti dalla struttura di governance e della mitigazione di essi, organo presente in tutte le società quotate e di interesse pubblico. Infine, la funzione internal audit si occupa di verificare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo e vigilare sulla funzionalità di tutti quei processi aziendali potenzialmente in grado di generare rischi. Tale organo non riferisce al management ma direttamente al CDA siccome risulta indipendente da tutte le altre funzioni della singola società in modo da generare controlli di maggiore accuratezza. Tutti questi soggetti devono collaborare tra loro in modo da effettuare controlli efficaci sul management.

L'oggetto del controllo sono gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili. Nonostante non vi sia una definizione del codice civile di tali assetti, il consiglio nazionale dei dottori commercialisti definisce tali elementi come il complesso delle direttive/procedure stabilite per garantire che il potere decisionale della società sia assegnato e esercitato con la dovuta responsabilità e attenzione. Tali tre assetti sono definiti come:

- **Organizzativo:** si riferisce alla ripartizione di funzioni, competenze, poteri e responsabilità in modo bilanciato e proporzionato
- **Amministrativo:** si riferisce alle procedure/processi che dovrebbero garantire il corretto funzionamento delle attività aziendali
- **Contabile:** si riferisce alla dimensione contabile dell'assetto organizzativo, mirato ad una traduzione in termini contabili delle operazioni

Per prevenire fenomeni di crisi, l'imprenditore deve garantire l'adeguatezza dei tre assetti descritti alla situazione attuale. Secondo il codice civile, tuttavia, non esiste una definizione di *adeguatezza*, ma il consiglio dei commercialisti ha specificato tale nozione in base a prassi/giurisprudenza degli ambiti reali tramite specifici indici di adeguatezza della governance:

- Redazione di organigramma/fuzionigramma che permetta di identificare con chiarezza i compiti societari, funzioni e responsabilità
- Adozione di un sistema di deleghe/procure che attribuisce specifici e determinati poteri ad alcuni soggetti societari
- Chiara e precisa indicazione dei principali fattori di rischio, tenuto conto di caratteristiche e natura specifiche dell'impresa

- Ecc.

È stato inoltre dettato un nuovo articolo 2086, non più chiamato *Gestione e gerarchia dell'impresa* ma *Gestione dell'impresa*, in cui è stato inserito un nuovo dovere dell'imprenditore, il quale dovrà da questo momento istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e dimensioni dell'impresa in modo da prevenire dissesti societari. Dovrà inoltre attivarsi in modo tempestivo per l'attivazione di sistemi di superamento della crisi e recupero della continuità della azienda. Numerosi sono i benefici di un corretto assetto, non solo in relazione alla società stessa ma anche in relazione agli stakeholders (una società ben organizzata avrà accesso facilitato al credito bancario, sarà in grado di fornire controlli interni e bilanci maggiormente veritieri e corretti, ecc.). Secondo l'articolo 2086, nella pratica, per verificare se sia stato implementato un corretto assetto è necessario utilizzare gli indici di adeguatezza in relazione alla situazione attuale, oltre che attivare una procedura di risoluzione di eventuali problemi e sistemi di controllo periodici. Con il nuovo codice della crisi relativo all'articolo 2086 sono aumentati gli obblighi di controllo da parte di altri soggetti rispetto all'amministratore, con nuovi obblighi di segnalazione all'organo amministrativo in caso di problemi relativi all'assetto societario. Tale segnalazione ha l'obiettivo di richiedere una modifica dell'assetto in modo da adeguarsi alle misure organizzative volte a generare una struttura ottimale di governance. Nel caso in cui non avvengano modifiche sono costituiti gli organismi di composizione della crisi d'impresa (OCRI), che avranno obbligo di intervento durante la crisi della singola impresa in modo da apportare modifiche all'assetto. Tale organismo viene informato dal revisore contabile/società di revisione nel caso in cui l'organo amministrativo non abbia intrapreso le modifiche necessarie a sistemare i problemi segnalati. In ogni caso, la preventiva e tempestiva segnalazione all'organo amministrativo dei problemi relativi all'assetto comporta un esonero dalla responsabilità solidale in favore del proponente della segnalazione, per tutti i danni derivanti da decisioni prese successivamente alla notifica. Tali procedure di allerta non sono riferite alle grandi imprese, grandi imprese rilevanti, di interesse pubblico tra cui quelle quotate, ecc.

Tali obblighi di segnalazione non si riferiscono solamente alle inadeguatezze viste (deleghe, ecc.) ma anche in relazione a dissesti economico-finanziari visibili tramite specifici indicatori, indici e indizi. Mentre i primi si riferiscono a specifiche soglie che permettono di osservare una situazione di rischio/dissesto in base alla rilevazione di indici relativi alla singola impresa, gli indizi fanno riferimento all'osservazione di una situazione di dissesto in caso di superamento di tali indicatori: in caso di tale indizio sarà attivato l'obbligo di segnalazione detto in precedenza. Gli indici sono da elaborare con cadenza almeno triennale siccome essi dovranno essere necessariamente coerenti con gli avvenimenti economici annuali. L'obiettivo di tali segnalazioni è quella di mantenere la voluta continuità aziendale (*ongoing concern* per gli IFRS), che in caso di dissesto sarà mantenibile tramite specifiche procedure di salvataggio e ristrutturazione per evitare il fallimento. Ci sono sette diversi indici in sequenza gerarchica che permettono di individuare la situazione di dissesto:

- **Due indici generali:** patrimonio netto e *debt service coverage ratio*
- **Cinque indici settoriali:** analisi finanziaria dei ricavi, rapporto attivo/passivo breve, ecc.

Tali verifiche tramite indici, indicatori e indizi può essere richiesta sia dagli amministratori che dai sindaci nel caso di inazione degli amministratori stessi. In ogni caso, siccome l'elaborazione di essi richiede tempo, costi e grandi risorse, essi risultano normalmente richiesti in maggior parte nelle imprese di grandi dimensioni, dove vi è una maggiore attenzione sulla solidità generale societaria.

LEZIONE 9 - STRATEGIA, PROPRIETÀ E GOVERNANCE

Fino ad ora ci siamo concentrati sulla governance, ma sarà necessario analizzare anche la proprietà e la relazione delle prime due con la strategia aziendale. Il proprietario è colui che ha il diritto di proprietà, ovvero colui con il diritto/dovere di assumere le decisioni finali in termini di governo di

una società, oltre che il diritto di ottenere i risultati residuali positivi/negativi. Non esiste infatti un solo tipo di assetto proprietario: mentre le strategie tendono a convergere verso alcune similitudini, l'assetto proprietario potrebbe essere diverso anche all'intero dello stesso settore per un totale di sei modelli proprietari: controllo familiare, pubblico, di altre società estere, a partecipazione statale, fondazioni e cooperative. Non necessariamente un singolo assetto porterà a maggiore redditività rispetto ad altri, ma sicuramente ci sono limiti nell'adozione di specifiche strategie (es: controllo di natura pubblica è maggiormente indicato per la realizzazione di strategie internazionali, mentre la fondazione non rappresenta un buon assetto di internazionalizzazione). Per definire tali assetti, si può utilizzare un grado di concentrazione della proprietà: maggiore la concentrazione e più vicino sarà l'assetto a quello formato dal controllo di singoli soggetti con quote maggioritarie. Allo stesso tempo, dovrei distinguere gli assetti in base all'identità dell'azionista di riferimento. Tuttavia, in alcuni casi gli assetti proprietari possono portare a grandi problemi, come nel caso di Tim, la quale fu acquistata tramite buy-out verso la fine degli anni '90 che l'ha sommersa di debiti (un leverage buy-out permette di creare una nuova società, NewCo, in cui vengono riversati tanti debiti e poche attività in modo da realizzare una fusione con la società target e ottenerne il controllo tramite un minimo investimento, mentre il debito inserito nella nuova società tramite la NewCo verrà pagato con i flussi finanziari derivanti dalla gestione della nuova società post-fusione).

Per realizzare tale acquisizione è stato utilizzato il leverage azionario, con una holding e tante società intermedie in modo da controllare una grande impresa facendo leva sulle risorse che derivino da altri livelli societari (dato che la holding priva di ogni capacità produttiva potrebbe controllare tutto il gruppo produttivo con una % bassa del totale azionario). Questo perché l'acquisto del controllo di una società così grande non potrebbe avvenire in seguito ad una semplice acquisizione, mentre la leva al debito degli azionisti ha permesso di acquisirla, ma ha allo stesso tempo portato ad un eccesso di debito. Siccome la holding societaria non possiede capacità produttiva, ne deriva come la sua sopravvivenza sia determinata solo da dividendi arrivati da società appartenenti al gruppo. In egual modo, il basso livello di azioni totali possedute dalla holding ha reso il controllo societario molto debole, in una società con una forte diffusione.

Come visibile nelle slide, tale assetto di controllo rappresenta un assetto con un azionista a bassa % azionaria e quindi molto debole, in grado di non imporre la strategia. Allo stesso tempo, essendo il controllo poco accentrato e molto diffuso ha portato ad un assetto formato da una coalizione molto disomogenea e formata da numerosi soggetti. Tale assetto proprietario ha impedito a Tim di creare crescita negli ultimi anni a causa di mancanza di una strategia unitaria. Al contrario, un controllo pubblico potrebbe portare ad una minore necessità di dover creare crescita per gli azionisti, ma allo stesso tempo potrebbe portare a pressioni di natura politica sulla gestione. Non bisogna trascurare, inoltre, numerose pressioni provenienti dall'esterno tra cui pressioni da parte dei regolatori (come nel settore finanziario e bancario, estremamente regolati), del pubblico, investitori, ecc.

Vediamo quindi un primo modello di assetto, secondo il quale la soluzione è rappresentata da una buona combinazione di proprietà, governo e strategia, la quale dipende dal contesto e dai risultati. Il primo può essere competitivo, istituzionale, dei mercati o proveniente da altri elementi, tutti in grado di creare opportunità e vincoli per la società, mentre i risultati sono rappresentati da priorità degli azionisti e stakeholder nella generazione di specifici risultati (es: sono un'impresa con grande crescita negli ultimi anni, per cui potrei ricevere pressioni per quotarmi in borsa, ma la cosa porta alla perdita di controllo da parte dei proprietari, motivo per cui sarà importante valutare elementi positivi/negativi della quotazione). È quindi necessario avere una coerenza tra controllo e governo dato che affidare il governo societario solo a componenti inesperti della famiglia (oltre che spesso particolarmente legati e rigidi in termini di rischio) potrebbe portare a rigidità nella strategia della società e alla caduta della redditività. In particolare, governo e controllo della società dovrebbero essere realizzati in base alle esigenze della società piuttosto che sulla necessità di effettuare le scelte corrette di natura strategica. Nel modello PGS base, quindi, il contesto genera influenze generali in

tutti i soggetti controllati, i quali genereranno a loro volta aspettative specifiche sul governo e sulle strategie da prendere.

In una società pubblica, al contrario, la proprietà molto frazionata genererà poca influenza su tutte le decisioni del management. In una società con azionista di riferimento il controllo avrà invece un effetto diretto sulla dedizione della strategia, a causa del proprio potere in termini di governo della società. Ci sono alcune relazioni generali tra i vari modelli PSG: maggiore sarà la forza e liquidità dell'azionista di controllo e maggiore sarà la sua orientazione alla decisione di strategie rischiose e potenzialmente redditizie nel lungo termine. Nel caso in cui abbia poca liquidità e numerosi debiti, l'interesse sarà principalmente sulla distribuzione di dividendi e la redditività di breve periodo. Lo stesso vale per tutti gli altri assetti proprietari, ognuno caratterizzato in media da elementi validi in generale in ogni contesto.

LEZIONE 10 - CONTROLLO FAMILIARE

L'impresa è a controllo familiare se la maggioranza appartiene ad una persona fisica, oppure alcuni familiari del soggetto, dove almeno uno deve essere all'interno del CDA. Dalle slide vediamo come il numero di imprese familiari in Italia non sia superiore ad altre, ma il fattore importante è la loro percentuale sul totale del PIL nazionale. Vediamo inoltre come vi sia una correlazione negativa tra proprietà familiare e dimensione societaria, siccome maggiore la dimensione e minore sarà il totale di imprese con controllo familiare. Tali imprese a controllo familiare sono caratterizzate dal ridotto numero di azionisti con influenza sulla società e una maggiore concentrazione del controllo. Questi elementi potrebbero portare a brutte influenze sulla gestione, strettamente mirata a favorire degli investimenti di minore rischio, maggiore remunerazione dei familiari e ingerenza di obiettivi della famiglia all'interno del management. Tali caratteristiche potrebbero anche portare a risultati buoni, ad esempio nel caso in cui la famiglia sia legata al territorio e volesse dare il proprio contributo per migliorarlo, ma anche possibili problemi (es: potrebbero essere troppo legati al territorio ed evitare investimenti rischiosi ma potenzialmente positivi per la crescita in altri luoghi).

Vediamo anche come le imprese a controllo familiare non hanno per forza un tasso di crescita più basso rispetto alle quotate, mentre il rapporto di indebitamento rimane sempre inferiore rispetto al controllo non familiare. Ciò deriva probabilmente dal fatto che un'impresa a controllo familiare ha dei limiti di indebitamento derivanti, in parte, dalle banche che impediscono a tali imprese di fare troppo debito. Allo stesso tempo, osservando la redditività operativa, le imprese familiari portano valori superiori rispetto alla concorrenza non familiare. Tali risultati potrebbero arrivare da grande interesse nell'investimento di attività a lungo termine, il maggiore allineamento di interessi dentro la famiglia, la cultura aziendale mirata all'inclusione di tutti gli stakeholder in obiettivi di stabilità superiori alla concorrenza, la capacità di generare risorse uniche (*capitale umano*) e forte leadership nei momenti di difficoltà economica. Al contrario, numerosi problemi tra cui l'appropriazione delle risorse per soddisfare i bisogni della famiglia, nepotismo, avversione al rischio e conflitti dentro la famiglia potrebbero portare a peggioramenti dei risultati. In generale, uno dei maggiori problemi delle società familiari è l'inserimento di soggetti esterni, non parte della famiglia e per questo non legati a tutte le caratteristiche solite dei membri della famiglia. Nel caso esposto di Pavex potrebbe infatti essere una buona soluzione l'inserimento di soggetti esterni all'interno del CDA, composto in base alle raccomandazioni di buona governance.