



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

Corso di laurea magistrale in Economia e Management
Curriculum economia e diritto d'impresa

CORPORATE GOVERNANCE E CONFLITTI DI AGENZIA

L'ESPERIENZA ITALIANA E MOLDAVA

CORPORATE GOVERNANCE AND AGENCY CONFLICTS

THE ITALIAN AND MOLDAVIAN EXPERIENCE

Relatore:

Chiar.mo prof. Sergio Branciarì

Tesi di laurea di:

Victoria Terletchi

Anno accademico 2018-2019

INDICE

Introduzione

Capitolo 1 La corporate governance	1
1.1 Aspetti definatori	1
1.2 La separazione tra proprietà e controllo	3
1.3 Gli shareholder e gli stakeholder	6
1.4 Il Codice di autodisciplina	8
1.5 La teoria dell'agenzia (Cenni)	11
1.6 I modelli di corporate governance	13
1.7 Il sistema tradizionale.....	14
1.8 Il sistema dualistico	15
1.9 Il sistema monistico.....	16
Capitolo 2 La corporate governance e le relazioni di agenzia	17
2.1 Corporate governance e creazione di valore	17
2.2 Le relazioni tra gli attori della corporate governance.....	21
2.2.1 L'assemblea dei soci	22
2.2.2 Il comitato di direzione.....	24

2.2.3 Il consiglio di amministrazione.....	29
2.3 La teoria dell'agenzia e i conflitti d'interesse	35
2.3.1 I conflitti di agenzia del capitale proprio	39
2.3.2 I conflitti di agenzia del capitale di debito	43
2.3.3 I conflitti di agenzia tra gli azionisti di minoranza e di maggioranza	44
Capitolo 3 I modelli di corporate governance in Moldavia e Italia	47
3.1 Uno sguardo alla Moldavia.....	47
3.2 Il modello italiano	58
Conclusioni	64
Bibliografia	67

Introduzione

Il tema della corporate governance occupa un ruolo di centrale importanza e coinvolge il contributo di un gran numero di soggetti con delle necessità ed esigenze correlate al proprio livello di cultura e civiltà.

L'obiettivo del presente lavoro è quello di definire l'importanza del governo societario e di analizzare i meccanismi di corporate governance in un'ottica di creazione di valore, evidenziando come e quando tale sistema possa essere in grado di contribuire al processo di creazione di valore.

Una definizione molto appropriata di corporate governance è quella che la descrive come un sottosistema organizzativo costituito da un insieme di decisioni, regole e processi di intermediazione tra gli interessi degli organi preposti alla gestione delle imprese. Per analizzare la governance di un'impresa si è focalizzata l'attenzione sugli stakeholder e gli shareholder, analizzando nel dettaglio i conflitti che possono emergere e gli strumenti a disposizione per allineare gli interessi convergenti nell'impresa.

Le recenti crisi di grandi aziende hanno dimostrato la necessità di migliorare l'efficacia e l'efficienza aziendale. Negli ultimi anni è cresciuta l'attenzione verso problematiche, quali ad esempio, la tutela degli azionisti di minoranza, la riduzione dei comportamenti opportunistici dei manager, la trasparenza e la chiarezza della comunicazione aziendale, il rafforzamento delle attività di controllo e il monitoraggio, la riduzione delle inefficienze legate ai rapporti di agenzia. Le crisi hanno dimostrato che i sistemi di corporate governance rivestono un ruolo vitale per il corretto funzionamento dell'intero sistema economico.

Alla luce di quanto esposto, il presente lavoro intende offrire una visione secondo la quale la corporate governance è un meccanismo di governo di una

società, che assicura l'efficienza economica, la performance dell'impresa e la produttività dell'intero sistema economico.

La tesi si articola in tre capitoli. Nel primo capitolo si fornisce un inquadramento generale della corporate governance nel contesto di funzionamento d'impresa. Si pone l'accento sui concetti fondamentali relativi al tema trattato, come: i modelli di corporate governance, l'assetto istituzionale dell'impresa, la separazione fra proprietà dell'azienda e controllo sulla gestione, l'importanza del codice di autodisciplina, i rapporti che si instaurano tra i soggetti coinvolti a vario titolo nell'attività d'impresa.

Nel secondo capitolo vengono illustrate le componenti della struttura finanziaria d'impresa e il legame con la creazione di valore per un'impresa, i conflitti di agenzia e i rapporti esistenti tra i vari stakeholder. Più in particolare si delineano le caratteristiche fondamentali dei principali organi di governo societario per poter poi accentuare come una corporate governance può avere una corretta attuazione solo mediante l'adozione di idonee procedure di governo che coinvolgono l'intera organizzazione.

Nel terzo capitolo si effettua un'analisi del contesto normativo e del sistema economico moldavo in termini di corporate governance, con particolare attenzione a uno studio sociologico condotto nella capitale. Si vuole definire l'importanza attribuita al governo d'impresa in due Paesi completamente diversi: in Italia, dove la cultura del governo societario è in crescita; e in Moldavia, dove il tema è molto limitato.

Capitolo 1

La corporate governance

1.1. Aspetti definitivi

Il concetto di governo d'impresa è un tema molto articolato e caratterizzato da numerose fonti di disciplina. Nella letteratura troviamo tante definizioni, a mio avviso la più sintetica e rilevante è quella che lo descrive come «il modo in cui le imprese sono governate e controllate»¹, dove risulta evidente il collegamento tra la nozione di corporate governance e le regole che sovrintendono il funzionamento dell'impresa.

La definizione fornita dal *Codice di autodisciplina* per le società quotate è: «un sistema di regole secondo il quale le imprese sono gestite e controllate, è il risultato di norme, tradizioni e modelli di comportamento sviluppati da ogni sistema economico e giuridico; l'obiettivo principale di un buon sistema di governo societario è la creazione di valore per gli azionisti.»

Altri studi danno la definizione di «un sottosistema organizzativo costituito da un insieme di decisioni e controllo, regole, processi di intermediazione tra gli interessi degli *Shareholder* e degli *Stakeholder*», dove gli *shareholder* sono gli azionisti dell'impresa e gli *stakeholder* sono i portatori di interesse che ruotano intorno all'organizzazione.

In altri termini, il governo d'impresa è visto come «la relazione tra dirigenti aziendali, amministratori e fornitori di capitale proprio, persone e istituzioni che risparmiano e investono il loro capitale per ottenere un rendimento.» Se prendiamo in considerazione la nozione appena fornita ci rendiamo conto che la presenza di tanti soggetti partecipanti al destino dell'impresa, implica il crearsi

¹ The Cadbury Report "*Financial Aspects of Corporate Governance*", 1992.

di divergenze e conflitti e dunque si comprende l'esigenza di dotare il sistema di governo d'impresa di un insieme di regole e meccanismi in grado di gestire questi conflitti.

L'impresa è un'organizzazione di persone e di beni rivolta alla produzione di beni e servizi destinati al mercato, allo scopo di conseguire un risultato economico. È un sistema complesso che può essere in equilibrio solo se le persone che investono in essa hanno finalità comuni e cooperano per avere un soddisfacimento, e non solo a livello economico-finanziario.

I soggetti interessati al successo di un'impresa e alla creazione di valore sono: gli azionisti (shareholders), l'ambiente esterno e i soggetti interessati all'azienda (stakeholders), la direzione (management), il consiglio di amministrazione, gli organi di controllo (interni ed esterni). Gli interlocutori aziendali, quindi, svolgono un ruolo importante nell'attività d'impresa e in un quadro efficiente di governo d'impresa, determinano combinazioni efficaci di fattori produttivi che conducono all'efficienza del governo aziendale.

È utile fare una distinzione tra soggetto economico, che è quella persona che esercita il potere nell'azienda, e il governo economico, ossia il soggetto che ha il compito di decidere e dirigere all'interno dell'impresa². L'organo di rappresentanza del soggetto economico dell'impresa è l'assemblea dei soci. Principale organo di governo aziendale è il consiglio di amministrazione, con responsabilità di strategia, organizzazione e controllo. Un altro organo di corporate governance è il collegio sindacale, che ha compiti di controllo dell'amministrazione della società, del rispetto della legge e dell'atto costitutivo. Da questo tipo di rapporto si comprende l'importanza, per un'impresa, di dotarsi di un'adeguata *Corporate Governance* per quanto attiene sia gli organi, sia le regole, con lo scopo di limitare il potere dei vertici dell'azienda.

La finalità principale di un'impresa è quella di creare e massimizzare il proprio valore economico dove "creare valore" significa accrescere la dimensio-

² P. ONIDA, *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 2005.

ne del capitale economico, cioè il valore dell'impresa intesa come investimento³. La corporate governance è un fattore che incide sulla creazione di valore e favorisce la distribuzione equa del valore creato tra i diversi interlocutori sociali.

Per la vita duratura dell'impresa è essenziale che si abbia un governo unitario con la combinazione dei contributi di tutti i soggetti, e in cui la responsabilità delle decisioni venga attribuita in base ad un principio di unità di comando ovvero ad un unico organo.

1.2. La separazione tra proprietà e controllo

«L'assetto proprietario è una variabile d'impresa complessa che riguarda le modalità di distribuzione dei diritti di proprietà tra i vari soggetti che partecipano alla vita di un'impresa.»⁴

La netta e chiara distinzione tra proprietà e gestione è dovuta alla necessità di evitare che la persona che gestisce le risorse finanziarie altrui si possa comportare in maniera inadeguata al fine di perseguire i benefici personali o per scopi diversi da quello aziendale, utilizzando quindi queste risorse in modo improprio.

Il management ha un ruolo indispensabile nella guida dell'impresa verso l'obiettivo della generazione di valore economico e svolge tale ruolo su delega degli azionisti. Gli azionisti sono definiti i proprietari dell'impresa, forniscono risorse a titolo di capitale di rischio però il rendimento e il realizzo del capitale conferito non è garantito, come invece accade per altri fornitori di risorse. Quindi una conseguenza diretta della separazione tra proprietà e controllo è l'attribuzione del potere di gestione al management. Il problema sorge quando il management ha dei comportamenti opportunistici ma se si dispone di un efficace

³ L. GUATRI, *La teoria della creazione del valore*, Egea, Milano, 1991

⁴ A. ZATTONI, *Corporate governance*, Collana Management, vol. 10, Egea, Milano, 2006

sistema di corporate governance, tali abusi sono ridotti se non addirittura eliminati. Nel secondo capitolo avremo modo di approfondire tali meccanismi.

Nelle imprese ad azionariato diffuso, siccome i soci non possono vigilare sul corretto adempimento delle funzioni attribuite ai manager, possono nominare degli amministratori, che supervisionano i manager della società.

Questo organo, dotato di propria autonomia è il Consiglio di Amministrazione, i cui membri devono agire nell'interesse aziendale e nell'interesse degli azionisti con il dovere di lealtà e diligenza professionale, e inoltre evitare l'insorgenza di conflitti tra i vari stakeholder.

«È dal modello societario che prevede la separazione tra proprietà e controllo d'impresa che deriva gran parte delle questioni affrontate dalla Corporate governance»⁵. Una delle problematiche della corporate governance è proprio questa: il bilanciamento dei compiti degli azionisti, del manager e del Consiglio di Amministrazione.

Anche il *Codice Civile* tenta di offrire una chiara distinzione tra proprietà e controllo:

Art. 2381 C.Civile «La gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale.»

Art. 2381 C. Civile «Il consiglio di amministrazione ... sulla base delle informazioni ricevute valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società; quando elaborati, esamina i piani strategici, industriali e finanziari della società; valuta, sulla base della relazione degli organi delegati, il generale andamento della gestione.»

«Gli organi delegati curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa e riferiscono al consi-

⁵ Cfr. M. REBOA, *Proprietà e controllo d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2002.

glio di amministrazione e al collegio sindacale ... sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione.»

La combinazione “proprietà e gestione” permette di distinguere tra *l'impresa capitalistica classica*, nella quale il proprietario dell'impresa è colui che ha concepito la "business idea" ed è l'organo decisionale di vertice, che definisce gli obiettivi nel lungo periodo e le politiche di bilancio, in altre parole governa l'attività d'impresa; e *l'impresa manageriale*, nella quale si ha una scissione fra la proprietà e il governo d'impresa, dove quest'ultimo viene affidato a manager professionisti⁶. Gli interessi dei manager possono andare in conflitto con quelli della proprietà. Quindi, nel caso dell'impresa manageriale risulta necessario disciplinare i rapporti interni fra proprietà e management attraverso un sistema di regole ed incentivi volti a ridurre la divergenza di interessi e disincentivare comportamenti opportunistici da parte dei manager:

- consigli di amministrazione composti da soggetti esperti e indipendenti dai proprietari;
- presenza di organi di controllo con ampi poteri di indagine come le società di revisione, il collegio sindacale, i comitati interni di controllo.
- incentivi al management legati alle performance aziendali: programmi di bonus, forme di "profit sharing", "stock option", strumenti che saranno approfonditi nel secondo capitolo.

Riprendendo il concetto di governo d'impresa come «un sottosistema organizzativo costituito da un insieme organico di: strutture (decisionali e di controllo), regole (il Codice di Autodisciplina) e processi di intermediazione tra gli interessi degli shareholder e degli stakeholder», appare opportuno soffermarsi

⁶ A. DRINGOLI, *La gestione dell'impresa*, Cedam, Padova, 2006.

sui ultimi due concetti e dedicare una speciale attenzione al Codice di Autodisciplina.

1.3. Gli shareholder e gli stakeholder

La presenza del manager e degli azionisti nel contesto d'impresa è di una importanza notevole, ma nella realtà economica abbiamo anche altri interlocutori aziendali, gli stakeholder, che offrono i loro contributi all'attività d'impresa. Abbiamo una vasta categoria di attori: istituzioni finanziarie, clienti, fornitori, partner industriali, creditori, lavoratori.

Gli shareholder sono conferenti di capitale di rischio e quindi la loro remunerazione dipende fortemente dal reddito d'impresa, in quanto soddisfatti in via residuale rispetto agli altri stakeholder. Gli azionisti dunque hanno un forte incentivo a migliorare l'efficienza aziendale, intesa come un aumento di ricavi e riduzione di costi. Siccome sono i proprietari dell'impresa, tutte le decisioni assunte all'interno, sono fondamentali in quanto hanno conseguenze dirette sulla loro remunerazione.

Nella letteratura troviamo una distinzione tra corporate governance che si basa sul *modello shareholder* e quella che si basa sul *modello stakeholder*. Il primo modello si concentra sui diritti di proprietà e sulla massimizzazione degli interessi degli azionisti per creare valore d'impresa. Il modello stakeholder, si basa sul ruolo importante dei manager che devono bilanciare gli interessi contrastanti dai vari stakeholder. Gli stakeholder importanti sono tutti i soggetti che interagiscono con l'impresa e danno un contributo unico. Con questo modello si ha l'obiettivo di creare valore per tutti i creditori sociali ed è necessario soddisfare contemporaneamente le diverse aspettative dei diversi portatori di interesse, incluse quelle reddituali.

Un sistema efficiente di governo societario porta all'equilibrio tra gli interessi dei shareholder, i manager e gli stakeholder. Come lo fa? Applicando il

principio della *rendicontabilità* e della *trasparenza*, e cioè la responsabilità dell'impresa nei confronti del suo ambiente esterno e interno, e rendere conto ai terzi delle proprie azioni e dei propri comportamenti⁷.

Gli azionisti giudicano una *buona governance* se l'impresa ha capacità di generare valore in linea con le loro aspettative; i creditori allocano risorse economiche solo se quell'impresa dà la possibilità di stimare le prospettive di business ed ha la capacità di restituire il proprio debito. I lavoratori sono interessati alla realizzazione personale e alle remunerazioni, e solo un buon governo d'impresa può assicurare questo. I clienti e le altre controparti con cui si relaziona l'impresa, valutano l'efficienza dei servizi e la qualità dei prodotti. Anche se tutti questi interlocutori aziendali hanno diverse aspettative e priorità, un buon governo dipende da come sono combinati questi interessi e applicati nella realtà aziendale.

1.4. Il Codice di autodisciplina

Il Codice di autodisciplina delle società quotate è stato redatto nel 1999 dal *Comitato per la corporate governance*, per iniziativa della Borsa Italiana S.p.A, ed è stato oggetto di continue revisioni. Nel 2003 è stata introdotta la *Relazione sulla corporate governance*⁸, che deve essere redatta dal consiglio di amministrazione con lo scopo di fornire informazioni agli azionisti e all'ambiente esterno. Si tratta di informazioni riguardanti l'eventuale adesione al Codice di autodisciplina da parte delle imprese, in quanto volontaria, e spiegare ai "lettori" della relazione, i metodi applicati considerando i principi del Codice attraverso prospettive.

⁷ M. REBOA, *Proprietà e controllo d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2002.

⁸ A. PALETTA, *Il controllo interno nella corporate governance*, il Mulino, Bologna, 2008.

Questo Codice non ha il compito di fornire indicazioni di natura organizzativa dei sistemi di controllo, poiché questo dipende da una serie di variabili specifiche della singola impresa, ad esempio del tipo di attività svolta, la dimensione, la struttura del gruppo e il contesto regolamentare. È utile sottolineare che il sistema dei controlli rappresenta uno degli snodi cruciali della governance e il suddetto Codice di comportamento enuncia una serie di raccomandazioni relative al governo del sistema e ai ruoli svolti dai diversi attori sociali di tale sistema⁹.

Il Codice di Autodisciplina ha incentivato le imprese a:

- attribuire centralità e piena efficacia al consiglio di amministrazione;

Art. 1 – Ruolo del consiglio di amministrazione

« 1.P.1. L'emittente è guidato da un consiglio di amministrazione che si riunisce con regolare cadenza e che si organizza e opera in modo da garantire un efficace svolgimento delle proprie funzioni.

1.P.2. Gli amministratori agiscono e deliberano con cognizione di causa e in autonomia, perseguendo l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo.»

Il Comitato sottolinea il fondamentale ruolo del consiglio di amministrazione nella valutazione dell'effettivo funzionamento del sistema dei controlli interni e della gestione dei rischi¹⁰.

- favorire l'inserimento di un adeguato numero di consiglieri non esecutivi e indipendenti; Il presupposto fondamentale per una efficace gestione dell'impresa è la composizione ottimale del

⁹ www.borsaitaliana.it, il Codice di Autodisciplina.

¹⁰ www.borsaitaliana.it

consiglio. Gli amministratori devono possedere i requisiti di competenza e professionalità;

Art. 2 – Composizione del consiglio di amministrazione

«2.P.1. Il consiglio di amministrazione è composto da amministratori esecutivi e non esecutivi, dotati di adeguata competenza e professionalità.

2.P.2. Gli amministratori non esecutivi apportano le loro specifiche competenze alle discussioni consiliari, contribuendo all'assunzione di decisioni consapevoli e prestando particolare cura alle aree in cui possono manifestarsi conflitti di interesse.»

Art. 3 – Amministratori indipendenti

«3.P.1. Un numero adeguato di amministratori non esecutivi sono indipendenti, nel senso che non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l'emittente o con soggetti legati all'emittente, relazioni tali da condizionarne attualmente l'autonomia di giudizio.»

In particolare, gli amministratori non esecutivi, non essendo coinvolti in prima persona nella gestione operativa dell'emittente, possono fornire un giudizio autonomo e non condizionato sulle proposte di deliberazione¹¹.

- evitare un accentramento di potere al vertice;

Art. 2 – Composizione del consiglio di amministrazione

«2.P.4. È opportuno evitare la concentrazione di cariche sociali in una sola persona.

2.P.5. Il consiglio di amministrazione, allorché abbia conferito deleghe gestionali al presidente, fornisce adeguata informativa nella relazione sul governo societario in merito alle ragioni di tale scelta organizzativa»

- costituire uno o più comitati con funzioni consultive e composti da consiglieri non esecutivi, in maggioranza indipendenti;

¹¹ www.borsaitaliana.it

Tali comitati hanno funzioni consultive e propositive. Il Codice di Autodisciplina raccomanda l'istituzione di: un *comitato per le nomine*, in merito alla dimensione e alla composizione del consiglio di amministrazione (art. 5); un *comitato per la remunerazione*, dove la remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche è definita in modo tale da allineare i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo. Per gli amministratori che svolgono funzioni attinenti alla gestione dell'impresa, una parte significativa della remunerazione è legata al raggiungimento di specifici obiettivi di performance, anche di natura non economica. La remunerazione degli amministratori non esecutivi è commisurata all'impegno richiesto a ciascuno di essi (art. 6). Altresì il Codice prevede un *sistema di controllo interno e di gestione dei rischi* «esso concorre ad assicurare la salvaguardia del patrimonio sociale, l'efficienza e l'efficacia dei processi aziendali, l'affidabilità delle informazioni fornite agli organi sociali ed al mercato, il rispetto di leggi e regolamenti nonché dello statuto sociale e delle procedure interne»¹²

- incoraggiare il consiglio di amministrazione ad instaurare un dialogo continuativo con gli azionisti;

Art. 9 – Rapporti con gli azionisti

«9.P.1. Il consiglio di amministrazione promuove iniziative volte a favorire la partecipazione più ampia possibile degli azionisti alle assemblee e a rendere agevole l'esercizio dei diritti dei soci.

9.P.2. Il consiglio di amministrazione si adopera per instaurare un dialogo continuativo con gli azionisti fondato sulla comprensione dei reciproci ruoli.»

¹² Art.7 del Codice di Autodisciplina, Borsa Italiana.

1.5. La teoria dell'agenzia (cenni)

Come già illustrato nel precedente paragrafo, un buon governo d'impresa cerca di fare da mediatore fra gli interessi dei vari stakeholder aziendali e minimizzare i conflitti che sorgono tra di loro.

La teoria dell'agenzia però approfondisce le cause che generano un conflitto d'impresa: la relazione tra shareholders e management, relativa alla separazione tra proprietà e controllo. In altri termini abbiamo *il principale*, colui che è il proprietario dell'impresa e detiene la quota azionaria di controllo e *l'agente*, che è il manager.

La teoria dell'agenzia definisce la relazione tra azionisti e manager come «un contratto nel quale l'azionista assume il manager delegando determinate attività e talune responsabilità decisionali»¹³ e dove «un sistema perfetto di corporate governance dovrebbe fornire ai manager i giusti incentivi per prendere tutte le decisioni di investimento e di finanziamento in un'ottica di massimizzazione del valore»¹⁴

Nella realtà aziendale, soprattutto nelle grandi imprese, il management e i proprietari hanno interessi non sempre coincidenti, poiché ognuno tende a massimizzare la propria utilità. I manager non operano sempre nel migliore interesse degli azionisti visto che mirano al raggiungimento di benefici diversi come quelli legati alla remunerazione, bonus e realizzazione personale. I shareholders invece tendono a massimizzare i profitti e il valore d'impresa visto che da questo dipende la loro remunerazione, e non sono in grado di controllare l'operato dei manager.

¹³ Cit. M. C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 1976.

¹⁴ M. DALLOCCHIO, C. TAMAROWSKI, *Corporate governance e valore*, Egea, Milano, 2005.

Ci sono vari meccanismi che possono limitare i comportamenti opportunistici dell'agente, allineare l'interesse dei manager e degli azionisti e quindi ridurre il problema dell'agenzia, ma saranno oggetto di approfondimento nel secondo capitolo.

Un'altra problematica è la diversa propensione al rischio, quindi il manager effettua scelte di investimento diverse dal profilo di rischio degli azionisti.

Quando c'è un problema di agenzia (conflitto di interessi, propensione al rischio) tra le parti, la corporate governance, che «è un insieme di regole, meccanismi e procedure, volti a creare valore nel lungo periodo e a distribuire tale valore secondo equità fra i vari stakeholder», aiuta a coordinare l'interesse degli azionisti e dei manager, a garantire il soddisfacimento di tutti gli stakeholder aziendali, eliminare le asimmetrie informative.

Le asimmetrie informative si generano quando esiste un vantaggio informativo a favore di una delle due parti. Possiamo distinguere tra: *selezione avversa* che si verifica quando una delle parti, al momento di concludere l'accordo, non è in grado di osservare importanti caratteristiche relative all'altra parte o al bene oggetto della transazione e *azzardo morale*, dove alcune azioni che avvengono dopo aver stipulato il contratto non sono osservabili e quindi una delle due parti può agire perseguendo i propri interessi senza che l'altro ne sia a conoscenza.

La teoria dell'agenzia è considerata uno tra i principali *framework* teorici di riferimento negli studi di corporate governance grazie alle sue declinazioni in azzardo morale, avversione al rischio, selezione avversa e comportamento opportunistico.

1.6. I modelli di corporate governance

La riforma del diritto societario del 2003 ha introdotto notevoli modifiche in ambito di *corporate governance* con il D. Lgs. nr.6. Accanto al tradizionale modello oggi vigente, il Legislatore prevede altri due sistemi alternativi di amministrazione e controllo: il sistema dualistico, ispirato al modello tedesco, e il sistema monistico, ispirato al modello anglosassone.

Quindi abbiamo i seguenti tre diversi sistemi di amministrazione e controllo, detti anche modelli di *governance*:

- Il modello tradizionale o ordinario, tipico della tradizione italiana, è caratterizzato dalla presenza di un organo di amministrazione - amministratore unico o consiglio di amministrazione; di un organo di controllo - il collegio sindacale; dell'assemblea dei soci con funzioni di nomina del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale.
- Il modello dualistico, tipico della tradizione tedesca, che prevede la presenza di due organi, il consiglio di gestione, con l'esclusiva responsabilità della gestione d'impresa, e il consiglio di sorveglianza, con funzioni di controllo sulla gestione.
- Il modello monistico, tipico della tradizione anglosassone, è caratterizzato dalla presenza del consiglio di amministrazione e del comitato per il controllo sulla gestione, composto da amministratori non esecutivi e indipendenti.

Con l'*art 2409 bis del Codice Civile*, si attribuisce la revisione legale dei conti a un revisore esterno; prima della riforma, il controllo contabile delle società spettava al collegio sindacale.

1.7. Il sistema tradizionale

L'Assemblea degli azionisti rappresenta l'organo proprietario, a cui sono riservate decisioni fondamentali quali la nomina e la revoca degli amministratori e dei sindaci.

«La gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale»¹⁵

Il Consiglio di Amministrazione ha il potere di agire in nome della società esprimendo la volontà nei confronti dei terzi.

Il controllo e la vigilanza sulla gestione dell'impresa sono invece affidati a un organo interno della società - il collegio sindacale, che è incaricato a controllare l'operato degli amministratori in termini di conformità alla legge e allo statuto.

«Il Collegio sindacale vigila sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed, in particolare, sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento»¹⁶

1.8. Il sistema dualistico

Il sistema dualistico prevede che l'amministrazione dell'azienda venga affidata al Consiglio di gestione, mentre il controllo venga esercitato dal Consiglio di sorveglianza.

¹⁵ Art. 2380 del Codice Civile.

¹⁶ Art. 2403 Codice Civile.

«La gestione dell'impresa spetta esclusivamente al Consiglio di gestione, il quale compie le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale»¹⁷

Il Consiglio di gestione, non può mai essere unipersonale, in quanto il numero minimo dei suoi componenti è pari a due.

Il Consiglio di sorveglianza esercita una funzione di controllo in termini di legalità, e una funzione di controllo di merito sulla gestione.

«Il Consiglio di sorveglianza nomina e revoca i componenti del Consiglio di gestione; ne determina il compenso, salvo che la relativa competenza sia attribuita dallo statuto all'assemblea»¹⁸

1.9. Il sistema monistico

Lo statuto prevede che la gestione dell'impresa spetta esclusivamente al Consiglio di amministrazione¹⁹.

La particolare caratteristica di questo sistema è che è lo stesso Consiglio di Amministrazione che nomina al suo interno il Comitato per il controllo sulla gestione. Quest'ultimo è composto da amministratori indipendenti e non esecutivi, che devono possedere i requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dallo statuto. Il terzo comma dell'*articolo 2409 Codice Civile*, prescrive che almeno uno dei componenti del comitato sia scelto fra gli iscritti nel registro dei revisori contabili.

È utile fare una distinzione: tra amministratori non esecutivi, che sono quelli che «non siano membri del comitato esecutivo e ai quali non siano attribuite deleghe o particolari cariche e che comunque non svolgano funzioni atti-

¹⁷ Art. 2409 Codice Civile

¹⁸ Art. 2409 terdecies, Codice Civile.

¹⁹ Art. 2409 septiesdecies Codice Civile.

nenti alla gestione dell'impresa»²⁰, e amministratori esecutivi, che sono i componenti del consiglio di amministrazione.

Per quanto riguarda l'applicazione dei modelli in Italia, il maggior numero di imprese che usano i modelli alternativi a quello tradizionale è concentrato nel nord d'Italia, mentre quelle situate al centro-sud prediligono il sistema tradizionale. Le cause di questa scarsa applicazione dei modelli alternativi in Italia sono: la bassa propensione al cambiamento tipica della classe dirigente italiana e una diffusa lacuna conoscitiva dei suddetti modelli. Un'altra causa è che questi sistemi sono stati introdotti recentemente rispetto all'elaborazione del Codice di autodisciplina e hanno avuto una utilizzazione molto limitata da parte degli emittenti. Non è quindi ancora possibile individuare, con riferimento all'esperienza italiana, una consistente e significativa applicazione di tali sistemi alternativi²¹.

²⁰ Art. 2409 octiesdecies, comma 2 Codice Civile.

²¹ Il Comitato per la Corporate Governance, *il Codice di Autodisciplina*, Borsa Italiana.

Capitolo 2

La corporate governance e le relazioni di agenzia

2.1 Corporate governance e creazione di valore

L'obiettivo primordiale delle imprese è il raggiungimento e la massimizzazione del valore economico. Tale finalità è condizionata dall'equilibrio economico-finanziario dell'impresa e dalle decisioni aziendali dei soggetti coinvolti nell'attività.

Nella letteratura²² è controverso il tema di identificazione dei soggetti i cui interessi devono essere perseguiti dall'impresa:

- l'approccio del valore per gli azionisti;

Secondo tale approccio gli azionisti sono gli unici soggetti nel cui interesse l'impresa è gestita in quanto sono i proprietari, quindi l'obiettivo è la creazione di valore per gli azionisti.

Gli assunti alla base di questo approccio sono: tutte le attività aziendali devono creare il maggior valore possibile; si deve investire solo quando c'è la potenzialità di creazione di valore; il capitale non impiegato in investimenti deve essere restituito agli azionisti in forma di dividendi; i manager devono essere motivati a conseguire delle performance. Se tali principi saranno seguiti si avranno ottimi risultati aziendali, quindi si creerà valore per gli azionisti ma anche per gli altri stakeholder. Secondo A. Melis²³, se si ritiene che nel perseguire gli interessi degli azionisti si

²² A. MELIS, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, 2002.

²³ Libro *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*.

perseguono anche gli interessi degli altri stakeholder, si incorre nel rischio di arrivare a una situazione in cui non sarà più possibile misurare la creazione di valore da parte del management e la sua discrezionalità aumenterà. I dirigenti quindi, avranno dei comportamenti opportunistici e tenderanno a perseguire i propri interessi piuttosto che quelli degli azionisti. Un altro punto di riflessione è che le risorse che non possono essere impiegate in investimenti dovrebbero essere restituite sotto forma di dividendi o capital gain agli azionisti, ma questo non è nell'interesse del management in quanto le risorse a loro disposizione si riducono e altresì la loro discrezionalità;

- l'approccio del valore per gli stakeholder;

Secondo tale approccio il fine di un'azienda è di creare valore per tutti gli stakeholder, dove nel concetto di stakeholder sono compresi anche gli azionisti.

Il valore creato quindi non è rappresentato soltanto dalla remunerazione del capitale proprio per gli azionisti, ma anche dallo stipendio corrisposto ai dipendenti o dagli interessi pagati ai fornitori di capitale di debito o altro ancora dalle imposte e tasse pagate alle comunità locali. L'obiettivo di un'impresa è quindi la massimizzazione simultanea degli interessi di tutti gli stakeholder.

La corretta percezione, nonché l'equo soddisfacimento delle attese dei diversi interlocutori sociali, sono fattori essenziali per la creazione di valore economico²⁴.

La corporate governance è uno strumento efficace per la creazione di valore in quanto può²⁵:

²⁴ A. ALMICI, *Corporate governance, sistemi di controllo e valore aziendale*, FrancoAngeli, Milano, 2010.

- ridurre il costo dell'acquisizione delle fonti di finanziamento;

La separazione tra proprietà e controllo determina dei comportamenti opportunistici da parte dei dirigenti, tuttavia il loro comportamento è anticipato da parte dei potenziali investitori. Gli investitori razionali investono capitale in un'impresa con un efficace sistema di governo aziendale, dove la remunerazione del capitale è garantita, i loro interessi sono salvaguardati, le informazioni sono trasparenti e attendibili.

- ridurre le asimmetrie informative esistenti fra i soggetti direttamente coinvolti nell'attività produttiva- i manager ed i soggetti non coinvolti – gli stakeholder esterni;

Questo è fattibile solo con informazioni chiare e trasparenti; un documento utile di comunicazione aziendale è il financial reporting. Attraverso questo documento si limita la discrezionalità del management in termini di rendicontazione dei risultati aziendali. L'informativa di bilancio riduce le asimmetrie informative tra i soggetti esterni alla gestione d'impresa e quelli coinvolti direttamente. Ad esempio, se i potenziali investitori hanno a disposizione informazioni chiare e facilmente reperibili, essi corrono un minor rischio di investimento rispetto a una situazione incerta; così il rendimento richiesto per quell'investimento diminuisce e questo implica una riduzione del costo di acquisizione del finanziamento per l'impresa;

- ridurre i comportamenti di abuso di potere da parte dei manager;

Tramite un adeguato strumento di rendicontazione si riduce il rischio che il management possa perseguire i propri interessi senza dover rendere conto del proprio operato. È necessario sottolineare

²⁵ A. MELIS, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, 2002.

che un sistema efficace di corporate governance è costituito in modo tale da creare una realtà aziendale dove i manager sono in grado di compiere le scelte migliori e qualora si verificassero situazioni di opportunismo questi ultimi saranno sostituiti.

Creare valore significa aumentare la dimensione del capitale economico d'impresa, ovvero il valore della medesima intesa come investimento²⁶.

Quando parliamo di massimizzazione di valore economico dell'impresa dobbiamo ricordare anche il concetto di struttura finanziaria, perché la capacità di creare valore aziendale dipende dalle decisioni di finanziamento delle imprese. Un'impresa può attirare fondi esterni se i profitti ottenuti indicano il successo dell'impresa stessa e se i dividendi distribuiti sono conformi alle attese degli azionisti²⁷.

Per struttura finanziaria si intende l'insieme delle fonti di finanziamento utilizzate da un'impresa. Le componenti della struttura finanziaria sono: il capitale proprio – il capitale di rischio fornito dai proprietari azionisti; il capitale di debito – il debito bancario e il debito obbligazionario. Una struttura finanziaria è considerata ottimale se tiene conto della remunerazione degli azionisti, dell'equilibrio finanziario per gli stakeholder (creditori) e della massimizzazione del valore economico d'impresa.

Il rendimento richiesto dagli azionisti cresce all'aumentare del livello di indebitamento, in quanto più l'impresa è indebitata più grande è il rischio finanziario per gli azionisti; il loro rendimento è incerto a causa del fatto che l'impresa dovrà pagare maggiori tassi d'interesse ai finanziatori di capitale di debito. Se il grado di indebitamento è molto elevato, gli azionisti corrono il rischio di falli-

²⁶ L. GUATRI, *La teoria di creazione del valore: una via europea*, Egea, Milano, 1991.

²⁷ G. BOSI, S. TRENTO, *Il governo dell'impresa*, il Mulino, Bologna, 2012.
«Se l'impresa non ricorre al finanziamento esterno, i profitti generati possono essere distribuiti come dividendi agli azionisti o essere accantonati per essere reinvestiti nell'impresa stessa»

mento aziendale che comporterà la perdita di tutto il capitale investito. In quest'ottica il costo del capitale cresce e il valore economico dell'azienda viene minimizzato.

Come premesso nel primo capitolo, gli azionisti percepiscono una remunerazione residuale, quindi sono esposti a tre tipologie di rischio: il rischio operativo, se consideriamo la variabilità degli utili operativi; il rischio finanziario, il quale sale al crescere del livello di indebitamento dell'impresa dato che tutti gli utili saranno assorbiti dal pagamento degli oneri finanziari intesi come interessi passivi; e infine il rischio di fallimento, quando l'impresa incorre nello stato di insolvenza. I creditori invece, hanno diritto a una remunerazione predeterminata, quindi corrono solo il rischio di fallimento, che comunque è inferiore a quello degli azionisti.

La dimensione aziendale, la struttura di corporate governance, le asimmetrie informative, la struttura finanziaria dell'impresa, la trasparenza dell'informativa societaria - tutte queste determinanti incidono sulla fiducia e sulla decisione di apportare il capitale di rischio da parte degli azionisti o il capitale di debito da parte dei creditori.

2.2 Le relazioni tra gli attori della corporate governance

I soggetti intorno ai quali si articola il governo d'impresa sono il proprietario, il management e il consiglio di amministrazione. Dove la funzione di conferire spetta agli azionisti, la funzione di definire e controllare spetta al consiglio di amministrazione, e la funzione gestionale spetta al management. Queste variabili garantiscono che l'azienda sia ben condotta e controllata²⁸.

Nelle pagine che seguono, si delineano le caratteristiche fondamentali dei principali organi di governo societario. Tale disamina è necessaria per compren-

²⁸ J. ALBET, *Guida pratica alla corporate governance*, Egea, Milano, 2005.

dere i rapporti che si instaurano tra i soggetti coinvolti nell'attività dell'impresa. Gli azionisti formano l'assemblea dei soci e mirano alla massimizzazione del valore economico, gli amministratori formano il consiglio di amministrazione e assumono un ruolo di guida e coordinamento nell'attività d'impresa, invece i manager- quello del comitato di direzione e hanno un ruolo decisionale avendo informazioni esclusive a loro favore.

2.2.1 L'assemblea dei soci

È l'organo costituito dagli azionisti che apportano le risorse finanziarie all'azienda. Gli azionisti hanno una serie di diritti ma anche delle responsabilità:

- vendere o trasferire le proprie azioni;
- partecipare agli utili della società;
- ricevere informazioni rilevanti sulla società ed essere informati sui criteri di governo della società;
- ricevere un trattamento equo anche se azionisti di minoranza;
- partecipare alle decisioni riguardanti i cambiamenti fondamentali per la società (lo statuto, l'atto costitutivo, emissione di nuove azioni, riduzione del capitale, trasformazioni straordinarie);
- partecipare e votare nel corso delle Assemblee degli azionisti e definire i piani aziendali attraverso il diritto del voto.

Se da un lato gli azionisti hanno il diritto di partecipare alle decisioni importanti della società, dall'altro lato hanno l'obbligo di avere una formazione adeguata per prendere tali decisioni. Spesso succede però che a essi interessano solo i dividendi che possono percepire e si disinteressano dell'andamento della società, senza capire che questi due elementi sono strettamente collegati.

Altri limiti sono la mancanza di coordinamento tra gli azionisti e il fatto che non si detengono adeguate informazioni sulla gestione, non essendo poi in grado di esercitare il controllo operativo sulla società.

Le soluzioni proposte²⁹ sono: l'organizzazione di seminari informativi per gli azionisti e l'invio periodico di informazioni riguardanti l'andamento dell'impresa. Gli azionisti dovrebbero partecipare a tutte le assemblee societarie; leggere i documenti ufficiali come i bilanci, le relazioni semestrali e annuali; documentarsi sulle iniziative adottate dai manager.

In un'ottica di lungo periodo, l'impresa è guidata verso l'obiettivo di creazione di valore economico per i diversi interlocutori aziendali e di massimizzazione del profitto. Questo compito è svolto dal management su delega degli azionisti. Quest'ultimi, forniscono risorse a titolo di capitale di rischio e in qualità di proprietari dell'impresa, affidano le proprie responsabilità di governo, ai manager, figure competenti e preparati professionalmente. Quindi la relazione esistente tra azionisti e manager è di tipo principale - agente, dove gli azionisti sono i finanziatori della società e necessitano di capitale umano specializzato per assicurarsi il rendimento sul loro investimento, il manager invece raccoglie fondi dagli investitori per utilizzarli nella società³⁰.

Il problema sorge quando il management tende a privilegiare obiettivi personali rispetto a quelli per cui ha ricevuto la delega. Un esempio potrebbe essere il diverso comportamento di fronte a rischio e diversificazione. Gli azionisti possiedono un portafoglio diversificato di azioni e propendono per sovrainvestimento, in quanto si appropriano del guadagno dalla strategia di aumento del rischio. I dirigenti invece sono avversi al rischio perché gran parte della loro ricchezza dipende dall'andamento delle imprese che gestiscono, perciò sono portati a privilegiare strategie aziendali più prudenti rispetto a quelle azionisti.

Per allineare i propri interessi a quelli dei manager, gli azionisti ricorrono ai costi di agenzia, vale a dire costi per sistemi d'incentivazione e controllo dei dirigenti. Secondo alcuni studi la trasparenza retributiva non ha effetto, invece il controllo a opera dei mercati finanziari si; se gli azionisti non sono soddisfatti

²⁹ J. ALBET, *Guida pratica alla corporate governance*, Egea, Milano, 2005.

³⁰ G. BOSI, S. TRENTO, *Il governo dell'impresa*, il Mulino, Bologna, 2012.

dei risultati dell'impresa, sostituiscono i dirigenti; se l'azionariato non agisce, lo faranno le società di private equity. Il private equity richiede ai manager di investire una parte delle proprie risorse nell'azienda, riconoscendo un guadagno maggiore a quello ricevuto dai conferenti di capitale di rischio. In quest'ottica, gli incentivi del management sono allineati a quelli degli azionisti nel senso che più guadagnano gli azionisti, più guadagnano i manager³¹.

Gli azionisti, nella maggior parte dei casi, non sono in grado di vigilare sull'operato dei manager e quindi nominano degli amministratori³². Il consiglio di amministrazione, essendo dotato di sistemi efficaci di controllo, vigila l'attività dei manager e a sua volta risponde agli azionisti. Il bilanciamento dei compiti della triade *manager- consiglio di amministrazione- azionisti* dovrebbe garantire un sistema efficace di governance³³.

2.2.2 Il comitato di direzione

È l'organo preposto all'esecuzione di ciò che è stato approvato dal consiglio di amministrazione. Ha le seguenti responsabilità³⁴:

- fornire un'informazione completa al consiglio di amministrazione, riguardante i principali problemi strategici, le criticità associate e le modalità di impiego delle risorse necessarie per raggiungere i risultati preposti;
- operare con diligenza e lealtà, vigilando sempre sugli interessi dell'azienda e degli azionisti;
- tenere in considerazione gli interessi degli stakeholders;

³¹ J. ALBET, *Guida pratica alla corporate governance*, Egea, Milano, 2005.

³² Parliamo di società di media-grande dimensione.

³³ M. REBOA, *Proprietà e controllo di impresa*, Giuffrè, Milano, 2001

³⁴ J. ALBET, *Guida pratica alla corporate governance*, Egea, Milano, 2005.

- definire la strategia dell'azienda, la politica dei rischi, il business plan;
- gestire e controllare l'impresa verso gli obiettivi stabiliti dalla proprietà;

Il ruolo dei manager è indispensabile, perché è dal modo in cui l'impresa è gestita che si assicura l'efficienza economica, la produttività e la performance aziendale. Essi devono essere motivati a prendere decisioni fondamentali per il *bene* azienda attraverso sistemi di premi come incentivo, o attraverso adeguati sistemi di controllo per la prevenzione di abusi di potere, o altro ancora, di lasciare loro la possibilità di agire liberamente³⁵. La scelta tra quale di questi metodi intraprendere dipende dal modello di governo scelto dall'impresa. «Uno stesso modello di governo dell'impresa può assicurare risultati efficienti in un certo contesto istituzionale e non funzionare in modo altrettanto efficiente in un contesto nel quale le istituzioni siano diverse»³⁶

Dunque, la corporate governance riguarda il modo in cui gli azionisti controllano l'operato dei manager, perché la separazione tra proprietà e controllo implica il rischio che i manager possano sottrarre risorse dall'impresa e appropriarsene ingiustamente.

La possibilità di estrarre benefici privati dalla società dipende dal fatto che gli azionisti sono distratti o poco interessati a vigilare sulla gestione dell'impresa ma dipende anche dal fatto che per supervisionare l'attività dei manager, gli azionisti hanno bisogno di tempo e risorse. Una buona governance offre delle tu-

³⁵ Per poter prendere decisioni strategiche in tempi ragionevolmente rapidi o per approfittare delle opportunità economiche sui mercati, i manager non devono essere messi nella condizione di dover chiedere continuamente l'approvazione degli azionisti.

³⁶ G. BOSI, S. TRENTO, *Il governo dell'impresa*, il Mulino, Bologna, 2012.

tele a favore degli azionisti per ridurre l'opportunismo dei manager da un lato, e degli incentivi³⁷ ai manager dall'altro.

Nel libro *Il governo dell'impresa*, l'autore Trento parla dell'opportunismo manageriale, descrivendolo come un comportamento di azzardo morale ai danni delle controparti. Le controparti sono: gli azionisti, che investono nell'impresa parte o tutto il loro patrimonio; i finanziatori, che affidano capitale di debito nell'impresa di fiducia; altri stakeholder, come i dipendenti o fornitori, che essendo interessati alla vita dell'impresa, contribuiscono alla sua sopravvivenza.

I principali comportamenti di moral hazard si identificano in:

- scarso impegno da parte dei manager, con riferimento alla ripartizione del proprio tempo di lavoro in modo inefficiente; con le sue azioni, il management potrebbe compromettere la redditività dell'impresa e anche la sua sopravvivenza. Estrahendo risorse dall'attività aziendale, potrebbe impiegarli in attività personali;
- investimenti discrezionali ai danni degli azionisti, cioè con lo scopo di aumentare il proprio potere e non quello di accrescere il valore dell'impresa nel tempo;
- strategie di entrenchment; il management cercando di rafforzare la propria posizione all'interno dell'impresa, potrebbe investire ad esempio, in settori che sono in declino ma nei quali è esperto, o investire in attività rischiose sperando un eventuale rendimento positivo, per coprire perdite precedenti. Al contrario, potrebbe non investire in progetti innovativi ma rischiosi, per la paura di non perdere il posto di lavoro; o altro ancora, potrebbe manipolare i dati aziendali alterando le poste di bilancio e facendole sembrare positive. Un'altra strategia di entrenchment è quella di abbattere il valore dell'impresa, riducendo la sua attrattività sul mercato con le

³⁷ Ci sono incentivi diretti come le stock option, i sistemi di compensazione correlati con i risultati raggiunti e incentivi indiretti come il licenziamento a seguito di scalate ostili.

poison pills. Il ragionamento seguito è quello di aumentare l'indebitamento dell'impresa per renderla poco appetibili, e così facendo si resiste a eventuali scalate ostili³⁸ da parte di soggetti esterni, perché a seguito di una scalata c'è il rischio che il management venga licenziato;

- operazioni in conflitto di interessi, che portano a una cattiva corporate governance; esempi di simili operazioni sono: assunzione di amici o parenti che non hanno capacità professionali per svolgere quel ruolo in azienda; stipula di contratti di fornitura a società di proprietà del manager; il compimento di attività illegali come l'uso di informazioni private e inaccessibili agli azionisti, a proprio vantaggio.

Per incentivare un comportamento corretto ed efficiente da parte dei manager si fa leva sulla remunerazione. La remunerazione è composta da una parte fissa che è lo stipendio base e da una componente variabile, che può essere a seconda dei casi: un premio o bonus, legato al raggiungimento di obiettivi prefissati dall'impresa o alla performance conseguita. Il limite di questo tipo di remunerazione è che essendo basata su dati di bilancio, il management può facilmente modificare le poste occultando la realtà aziendale.

Un'altra tipologia di remunerazione variabile è l'opzione stock option. Con questa opzione, i manager hanno il diritto di acquistare o rivendere, a una data prefissata, un quantitativo di azioni a un prezzo fissato alla data della stipula del contratto di opzione. Il prezzo di queste azioni è legato al valore di mercato, quindi se il prezzo di queste azioni cresce, il manager esercitando l'opzione di vendita lucra la differenza tra il prezzo di esercizio al quale l'azione è stata attribuita e il maggiore valore di mercato al momento della vendita. Questo tipo di remunerazione sicuramente incentiva di più i manager, rispetto al bonus, a seguire politiche dirette all'aumento del valore economico d'impresa. Più il prezzo

³⁸ Con le scalate ostili si assiste a delle riduzioni di personale, riorganizzazioni e modifiche dell'impresa.

delle azioni sul mercato sale, più alta sarà la remunerazione del management. È utile ricordare però che i manager possono manipolare³⁹ i dati del bilancio per far crescere il prezzo delle azioni sul mercato, dando così un'informazione falsa ai soggetti esterni, oppure possono fare annunci relativi a presunte trattative di fusioni o lancio di nuovi prodotti. Di solito, le società obbligano i manager a non rivendere le azioni per alcuni anni dopo l'esercizio dell'opzione, proprio per evitare questi comportamenti opportunistici.

Nelle proprie scelte gestionali, i manager hanno un certo margine di libertà, ed è difficile capire se le attività svolte sono per il bene degli stakeholder e degli shareholder, o viceversa, per il proprio beneficio. Per limitare la discrezionalità dei manager si ricorre a un sistema di regole sancite dalle norme di legge, dallo statuto delle società, dai contratti di debito bancario e così via. Questo insieme di elementi ci riporta al concetto di corporate governance, ovvero un si-

³⁹ Il caso Enron, libro *Il controllo interno nella corporate governance: principi, metodi ed esperienze* di A. PALETTA

Enron era una delle più importanti società energetiche mondiali che operava principalmente negli Stati Uniti, ma aveva commesso una serie di irregolarità contabili e finanziarie. Un aspetto importante nelle relazioni di agenzia è la selezione di appropriati meccanismi di governance che dovrebbero assicurare un allineamento efficiente degli interessi degli azionisti e i manager. Il consiglio di amministrazione, per allineare gli scopi dei manager alla creazione di valore per gli azionisti, ha usato il sistema di incentivi manageriali. La remunerazione dei manager era collegata al raggiungimento degli obiettivi preposti con l'attribuzione di stock option. I manager hanno influenzato il prezzo delle azioni della società ed esercitando le opzioni di vendita delle azioni ricevute in premio hanno accelerato il declino della società. Dal caso Enron emerge il fatto che è vero che non si dovrebbe delegare potere assoluto ai manager ma è altresì vero che il consiglio di amministrazione dovrebbe salvaguardare gli investimenti degli azionisti, valutare i rischi strategici ed operativi, controllare la veridicità dei dati del bilancio, controllare l'attendibilità delle informazioni ricevute dal management, monitorare l'efficacia dei controlli interni.

stema di meccanismi che regola il governo di un'impresa e definisce le relazioni tra i soggetti coinvolti in essa⁴⁰.

2.2.3 Il consiglio di amministrazione

Nel modello di Corporate Governance, il consiglio di amministrazione riveste un ruolo fondamentale, essendo composto da soggetti ritenuti affidabili e capaci dagli azionisti.

Agli amministratori è affidato il controllo sulla gestione dell'impresa; sono quelli che governano l'impresa e lo devono fare con diligenza, lealtà e nell'interesse aziendale e degli azionisti.

Il consiglio di amministrazione ha le seguenti responsabilità⁴¹:

- comportarsi in modo equo con tutti gli azionisti, garantire pari trattamento ad azionisti di maggioranza e di minoranza e tutelare i loro l'interessi;
- presiedere al conseguimento degli interessi di tutti gli stakeholder;
- instaurare e gestire i rapporti tra l'impresa e gli stakeholder;
- dirigere la strategia dell'azienda coerente con lo scopo sociale;
- definire gli obiettivi e i rischi che si possono generare;
- selezionare e controllare i manager attraverso un adeguato controllo di legittimità e di merito⁴²;
- supervisionare il lavoro svolto dal management;

⁴⁰ G. FORESTIERI, *Corporate e investment banking*, Egea, Milano, 2007.

⁴¹ J. ALBET, *Guida pratica alla corporate governance*, Egea, Milano, 2005.

⁴² G. BOSI, S. TRENTO, *Il governo dell'impresa*, il Mulino, 2012. «Spesso i membri del consiglio di amministrazione preferiscono giocare il ruolo di advisor più che un ruolo di monitoraggio sul management»;

- risolvere le situazioni di conflitto tra la direzione, i membri del consiglio e gli azionisti;
- garantire l'integrità del sistema contabile e del bilancio della società;
- supervisionare il processo di comunicazione e predisporre un sistema di informativa societaria;
- esprimere un giudizio obiettivo sugli affari dell'impresa in modo indipendente;
- garantire la continuità dell'azienda e lo sviluppo dell'attività;
- condurre l'impresa verso un efficiente e corretto sistema di governo societario;
- esaminare e approvare i piani strategici societari;
- vigilare sull'andamento della gestione⁴³;
- assicurare l'adeguatezza del sistema di controllo interno⁴⁴;
- controllare il rispetto della normativa, verificare che la gestione aziendale sia conforme alle norme giuridiche e ai regolamenti interni. Il controllo è effettuato con il supporto di diversi soggetti interni ed esterni all'impresa: internal audit, collegio sindacale, società di revisione.

Queste funzioni sono svolte in modo efficace solo se il Consiglio di amministrazione è composto da amministratori esecutivi e non esecutivi, tra i quali quelli indipendenti. Gli amministratori esecutivi svolgono il ruolo direttivo

⁴³ Art. 2381 C. Civile

«Il consiglio di amministrazione ... sulla base delle informazioni ricevute valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società; quando elaborati, esamina i piani strategici, industriali e finanziari della società; valuta, sulla base della relazione degli organi delegati, il generale andamento della gestione»

⁴⁴ Codice di Autodisciplina, Borsa Italiana.

d'impresa ed è rilevante la figura del Presidente del Consiglio di amministrazione che assicura il rispetto dei principi di Corporate Governance⁴⁵.

Gli amministratori non esecutivi, invece, hanno responsabilità strategiche e di controllo. Per prevenire situazioni di conflitto d'interesse, l'impresa dovrebbe essere guidata da amministratori indipendenti. Sono indipendenti gli amministratori che «non intrattengono relazioni economiche di rilevanza tale da condizionare l'autonomia di giudizio con la società, ovvero non sono titolari di partecipazioni azionarie, né partecipano a patti parasociali per il controllo della società stessa⁴⁶»

Essendo soggetti estranei alla gestione della società e autonomi rispetto al soggetto economico, forniscono soluzioni ai problemi e alle criticità aziendali, nell'ottica della massimizzazione del shareholder value, quindi hanno un ruolo di supporto esterno alle politiche d'impresa⁴⁷.

⁴⁵ F. FORTUNA, *Corporate governance: soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano, 2001.

«Il caso Enron»

È interessante notare che tutti i principi di corporate governance legati alla composizione del consiglio di amministrazione sono stati applicati da Enron, e cioè la presenza di membri non esecutivi e indipendenti. Dei 14 membri del consiglio di amministrazione, soltanto 2 erano esecutivi, mentre gli altri erano indipendenti dal management. La commissione di audit, di retribuzione e delle nomine, erano altresì composte da membri indipendenti. Ciononostante, il consiglio di amministrazione ha fallito nel proprio compito, perché non è sufficiente l'applicazione delle best practices di corporate governance ma è necessario anche che il consiglio svolga le sue funzioni nel modo più corretto ed efficace. Nel caso di Enron, gli amministratori non hanno effettuato alcuna valutazione dei rischi ai quali la società veniva sottoposta quando si utilizzavano i finanziamenti fuori bilancio.

⁴⁶ Borsa Italiana S.p.A, il Codice di autodisciplina.

⁴⁷ F. FORTUNA, *Corporate governance: soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano, 2001.

Come nel caso dei manager, anche per i membri del consiglio di amministrazione è molto importante soffermarsi sul tema della remunerazione, in quanto un tema controverso e complesso. Per i consiglieri esecutivi abbiamo la componente fissa che è lo stipendio base stabilito ai livelli di mercato; e la componente variabile, data dagli incentivi a breve termine come i bonus e incentivi a lungo termine, determinati dal raggiungimento di obiettivi di performance su un orizzonte temporale oltre l'anno.

La remunerazione dei consiglieri non esecutivi invece, è rappresentata da un compenso fisso collegato alle responsabilità connesse allo svolgimento del proprio ruolo. I consiglieri ricevono solitamente un compenso addizionale se fanno parte di uno o più comitati consultivi del consiglio o se svolgono il ruolo di presidente del comitato.

Come anticipato prima, la remunerazione è un tema controverso perché con l'aumento dell'incentivazione si corre il rischio di non-mantenimento dell'indipendenza dei membri del consiglio. Di solito si ha l'effetto contrario, i membri del consiglio di amministrazione invece di concentrarsi sugli obiettivi importanti dell'impresa, si focalizzano sulla retribuzione.

Esiste oggi un quadro di riferimento concettuale, organizzativo ed etico per l'impresa, un quadro che deriva dai *Principi di governo societario* dell'OCSE⁴⁸. Questo quadro generale ha lo scopo di assicurare un buon governo d'impresa⁴⁹:

- gli azionisti sono i referenti dell'azienda e devono essere trattati in modo equo;
- gli azionisti e il top management devono tenere conto di dipendenti, creditori, fornitori, clienti e della comunità in generale,

⁴⁸ Organisation for Co-operation and Development.

⁴⁹ J. ALBET, *Guida pratica alla corporate governance*, Egea, Milano, 2005.

perché sono tutti soggetti interessati all'andamento della gestione dell'impresa;

- gli amministratori devono essere attivi, diligenti e leali nei confronti della società che li nomina;
- gli amministratori non possono ottenere benefici personali dalla loro posizione, oltre al compenso stabilito;
- trasparenza e veridicità delle informazioni, sono valori indiscutibili.

Su quest'ultimo punto vorrei soffermarmi visto che i sistemi di informazione e di comunicazione assumono un ruolo di assoluta centralità⁵⁰. Tutte le decisioni di investimento degli operatori economici sono basate sulle informazioni che essi riescono a ricevere dall'impresa. Sono informazioni che riguardano la normativa dei bilanci, la prassi sul controllo contabile, l'adeguatezza del sistema di corporate governance visto che per corporate governance si intende l'insieme delle regole che disciplinano il governo dell'impresa ed è dall'inefficacia di tali regole che derivano dei comportamenti scorretti degli amministratori.

Il bilancio deve essere redatto con chiarezza e rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio. Le linee-guida da osservare sono i principi contabili nazionali e internazionali, i quali prescrivono criteri per le stime delle poste di bilancio ma non possono eliminare la discrezionalità nelle stime dei valori da parte dei manager. Le irregolarità contabili sono dovute o a violazioni di norme o principi o a manipolazioni e frodi contabili intenzionali⁵¹. Intenzionali, perché i ma-

⁵⁰ F. FORTUNA, *Corporate governance: soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano, 2001.

⁵¹ Il caso Parmalat

Parmalat nasce a Parma negli anni 60 e negli anni Novanta diventa il quarto gruppo alimentare in Europa attiva nel settore del latte e dei suoi derivati, nel settore delle bevande, nel settore dei prodotti da forno e in quello conserviero. Nella Relazione del commissario straordinario del 2004 si legge che «l'azionista di maggioranza, i massimi dirigenti, i revisori contabili, i consulenti legali e gli istituti bancari, hanno tutti contribuito a mettere in

nager approfittando della loro posizione manovrano i dati del bilancio per avere un profitto o per occultare risultati negativi. Questo può accadere o perché gli azionisti hanno scelto dei soggetti poco onesti e coretti che seguono interessi personali, o per effetto della pressione del management su determinati risultati, ad esempio fissando degli obiettivi molto impegnativi e in breve termine. Il mancato raggiungimento di questi obiettivi impone il management a seguire delle strade poco corrette per ottenere un vantaggio contabile. Gli stakeholder possono rimanere danneggiati, visto che hanno preso delle decisioni di investimento o di finanziamento basandosi su informazioni esterne. «La presentazione al mercato di performance economiche, finanziarie e patrimoniali positive, ma illusorie, induce infatti i finanziatori a concedere prestiti, gli azionisti ad investire capitale di rischio, i fornitori a intensificare le relazioni commerciali⁵²».

I manager detengono informazioni riguardanti l'impresa grazie al ruolo che svolgono in quell'impresa, gli stakeholder invece, essendo soggetti esterni, non hanno accesso a queste informazioni, così si ha un'asimmetria informativa tra manager e stakeholder. Un'equa e formale distribuzione di poteri nella compagine manageriale potrebbe diminuire l'asimmetria informativa, nonché la presenza all'interno del consiglio di amministrazione di amministratori indipendenti

atto operazioni contabili e finanziarie volte a migliorare artificialmente i risultati economici del gruppo». Sono state compiute tante operazioni con lo scopo di nascondere la reale situazione economica, finanziaria e patrimoniale come: contratti inesistenti di vendita infragruppo, contratti finanziari stipulati per accrescere gli interessi attivi su derivati, cessione di marchi inesistenti, ricorso ai crediti infragruppo, falsificazioni contabili, creazione di società del gruppo in *paradisi fiscali*, frodi a danno degli azionisti di minoranza da parte dell'azionista di comando. A differenza del caso Enron, dove si ha il problema di *forti manager e deboli proprietari*, nel caso Parmalat, abbiamo una forte concentrazione del potere nelle mani di pochi azionisti legati da rapporti di parentela.

⁵² G. FIORI, *Corporate governance e qualità dell'informazione esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2003.

con funzioni consultive, di supervisione e di controllo dell'operato del management.

Tutti i meccanismi di corporate governance sono intesi, da un lato, a evitare che la gestione venga indirizzata a scopi diversi da quelli della creazione durevole di valore per gli azionisti, dall'altro, ad assicurare una comunicazione trasparente e tempestiva⁵³.

Tra gli organi del governo societario c'è anche il collegio sindacale con responsabilità di controllo interno della società e vigilanza sull'amministrazione. Le competenze del collegio sindacale sono unicamente di verifica di legittimità e non di merito, quindi i sindaci non hanno poteri di intervento nelle scelte di gestione operate dagli amministratori.

Il loro compito è di vigilare sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo; sull'adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema dei controlli interni amministrativi – contabili; sull'operato degli amministratori della società con riguardo ai principi di corretta e prudente amministrazione⁵⁴.

2.3 La teoria dell'agenzia e i conflitti d'interesse

Una relazione di agenzia è un contratto in base al quale un soggetto – il principale delega un altro soggetto – l'agente allo svolgimento di determinate attività per suo conto. Con la separazione tra proprietà e controllo, gli azionisti e i manager tendono ad avere comportamenti orientati alla massimizzazione della propria funzione di utilità. La situazione appena illustrata pone i due interlocutori sociali in situazioni di conflitto dove solo con adeguati meccanismi di controllo

⁵³ G. FIORI, *Corporate governance e qualità dell'informazione esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2003.

⁵⁴ F. FORTUNA, *Corporate governance: soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano, 2001.

si può garantire la tutela dei diritti della proprietà e ridurre al minimo l'opportunismo degli agenti⁵⁵.

L'attività di monitoraggio, tuttavia non è a costo zero, essa comporta oneri a carico sia degli azionisti che dai dirigenti. I costi di agenzia sono necessari per l'allineamento degli interessi dei manager e degli azionisti ma rappresentano la diminuzione di benessere dovuta al non raggiungimento della condizione ideale⁵⁶.

Tali costi sono la somma dei seguenti ⁵⁷:

- i costi di monitoraggio sostenuti dal principale; il principale può limitare i comportamenti egoistici dell'agente mediante sistemi di incentivazione sull'agente. Possiamo chiamarli anche costi di controllo, in quanto si sostengono dei costi per tenere sotto controllo l'operato dell'agente;
- i costi sostenuti dall'agente per garantire al principale che le decisioni intraprese non sono in contrasto con i suoi interessi; sono i cosiddetti costi di riassicurazione;
- la perdita residuale del principale; anche in presenza di sistemi di monitoraggio e di vincoli contrattuali, la relazione di agenzia è meno appetibile per il principale rispetto a quanto sarebbe in assenza di conflitti di interesse; sono costi ineliminabili⁵⁸.

⁵⁵ A. PARBONETTI, *Corporate governance*, Giuffrè, Milano, 2006.

⁵⁶ È quella che si raggiunge in situazioni dove non c'è asimmetria informativa tra i vari soggetti e non ci sono costi di agenzia da sostenere.

⁵⁷ Jensen and Meckling 1976 «We define agency costs as the sum of: the monitoring expenditures by the principal, the bonding expenditures by the agent, the residual loss»

⁵⁸ O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, G. Giappichelli, Torino, 2013.

I costi di agenzia esprimono quindi gli oneri presenti nella vita delle imprese per risolvere i problemi d'incentivazione manageriale o per evitare i cosiddetti comportamenti opportunistici tenuti da parte di chi esercita il controllo sull'attività aziendale⁵⁹.

La teoria dell'agenzia tenta di spiegare i rapporti tra azionisti e management. In tale ottica, un sistema perfetto di corporate governance si sostanzia in una serie di regole capaci ad allineare gli obiettivi tra principale ed agente, dove ai manager sono forniti i giusti incentivi per prendere tutte le decisioni di investimento e di finanziamento necessari per il *bene* impresa e agli azionisti sono garantite le funzioni di controllo e monitoraggio sulla gestione⁶⁰.

La teoria dell'agenzia evidenzia un'asimmetria esistente tra i rapporti degli azionisti e i manager, dove i primi essendo i proprietari non hanno una remunerazione certa per il capitale apportato, i secondi invece esercitano il potere gestionale per conto della proprietà. A quanto descritto si aggiunge ancora il problema che gli azionisti non sono in grado di controllare l'operato del management, specie se parliamo di imprese a proprietà diffusa dove sono presenti tanti piccoli azionisti che non dispongono né di tempo, né di risorse necessarie per l'attività di monitoraggio. I manager, viceversa, hanno il controllo sulla gestione e detengono informazioni esclusive, quindi privilegiano i propri interessi e la massimizzazione della propria utilità.

Ma come si manifesta questo abuso di potere da parte dei manager? Una risposta è quella data da Jensen e Meckling (1976) e cioè: l'abuso di potere da parte dei manager consiste nell'espropriazione dei fondi degli investitori attraverso le seguenti modalità:

⁵⁹ M. REBOA, *Proprietà e controllo di impresa*, Giuffrè, Milano, 2001.

⁶⁰ M. DALLOCCHIO, C. TAMAROWSKI, *Corporate governance e valore. L'esempio di Telecom Italia*, Egea, Milano, 2005.

- il transfer price o asset stripping, cioè quando i manager trasferiscono beni sociali a prezzi inferiori a quelli di mercato a imprese di propria proprietà;
- free cash flow, cioè flussi di cassa disponibili per i dirigenti; il problema appare quando questi sono in misura superiore alle dimensioni ottimali dell'azienda, così si hanno tre alternative: distribuire dividendi, reinvestire in nuovi progetti oppure mantenere la liquidità in eccesso. Il conflitto d'interesse nasce perché gli azionisti desiderano il loro ritorno sull'investimento in forma di dividendi mentre i manager preferiscono non distribuire i free cash flow generati dall'impresa, in quanto in caso di bisogno di futuri finanziamenti si dovrà ricorrere al mercato dei capitali e questo implica un monitoraggio da parte del mercato finanziario. Quindi il ricorso all'indebitamento potrebbe ridurre il comportamento di abuso da parte dei manager. È utile sottolineare però che con l'incremento dell'indebitamento, l'impresa potrebbe non essere in grado di effettuare i pagamenti connessi al debito e quindi correre nel rischio di insolvenza.

La teoria dell'agenzia evidenzia dunque due tipologie di problemi nella relazione tra gli azionisti e i manager:

- quando gli obiettivi del principale e dell'agente sono in conflitto, il principale sostiene dei costi per controllare l'operato dell'agente;
- il principale e l'agente hanno diverse propensioni al rischio, e il manager effettua scelte d'investimento con un alto profilo di rischio, che non è in linea con quello dell'azionista.

In conclusione, la teoria dell'agenzia si focalizza sulla relazione tra l'agente e il principale e mette in evidenza il ruolo dei contratti come parte fondamentale di un efficace sistema di corporate governance. Attraverso i contratti si assicura la trasparenza delle informazioni e tramite adeguate clausole si limita

la discrezionalità del management. Nella realtà aziendale però, i contratti non potranno mai contenere clausole relative ad ogni possibile situazione, così si parla di *incompletezza contrattuale*.

A questo punto, si considera fondamentale la presenza dell'organo amministrativo in termini di composizione, remunerazione e sistemi di incentivazione. Il consiglio di amministrazione è un efficace strumento di garanzia dei diritti della proprietà e quindi è indispensabile nella gestione del rapporto tra azionisti e dirigenti. Essendo composto da amministratori indipendenti, si assicura la riduzione del problema di agenzia e l'effettivo monitoraggio sull'operato del management.

Al fine di poter individuare tutti i possibili casi di conflitto di interesse nelle imprese dobbiamo analizzare tre configurazioni di conflitti di agenzia: i conflitti di agenzia del capitale proprio, i conflitti di agenzia del capitale di debito e i conflitti di agenzia tra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza.

2.3.1 I conflitti di agenzia del capitale proprio

Come già evidenziato prima, i conflitti di agenzia del capitale proprio sorgono tra azionisti e management nelle imprese dove c'è la separazione tra proprietà e controllo, dove rispettivamente la funzione della proprietà è esercitata dagli azionisti tramite il possesso di azioni; la funzione di gestione è attribuita al management e infine la funzione di controllo sull'operato del management è esercitata dall'organo amministrativo.

I fattori che influenzano il management a intraprendere decisioni in contrasto con l'interesse degli azionisti sono:

- gli azionisti non possono apprezzare in modo corretto l'impegno del management nello svolgere il proprio lavoro visto che non hanno le competenze professionali richieste da tale ruolo;

- i manager sono prossimi alle attività di produzione e generazione di valore e detengono maggiori informazioni rispetto agli azionisti, i quali possono solo controllare tale attività, quindi c'è un'asimmetria informativa tra i due soggetti;
- le imprese devono essere gestite in un'ottica di lungo periodo per creare valore invece i manager, in alcuni casi, hanno un orizzonte temporale limitato, questo comporta delle azioni fraudolente da parte dei manager; ad esempio aumentano il reddito agendo sulla stima delle poste contabili; inoltre, spesso i compensi dei manager sono legati ai risultati contabili quindi essi avranno un incentivo per aumentarli;
- i manager corrono il rischio di impiego non diversificabile, cioè se i risultati raggiunti non sono all'altezza delle aspettative degli azionisti, essi corrono il rischio di perdere il lavoro con la conseguente perdita d'immagine e reputazione professionale e in casi estremi questo implica la fine della carriera⁶¹.

Il comportamento illegittimo del management è riscontrabile in diverse scelte discrezionali che può compiere a detrimento degli azionisti. L'autore Domenicelli nel suo libro *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, individua le seguenti:

- riduzione dello sforzo, i manager evitano di trovare e realizzare investimenti che creano valore per gli azionisti. Questo è riscontrabile nelle situazioni in cui i manager ricevono dei compensi fissi e non possiedono la titolarità dei diritti sul valore residuo dell'impresa;

⁶¹ O. DOMENICELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, G. Giappichelli, Torino, 2013.

- benefici privati; i manager si concedono dei privilegi che non sono fondamentali per lo svolgimento dell'attività ma che sono a spese dell'impresa, ad esempio: uffici lussuosi, incontri di lavoro in luoghi esotici, aerei personali o autisti privati;
- costruzioni di imperi; lavorare per un'impresa di grande dimensione aumenta il potere e il prestigio dei dirigenti, questo aumento dimensionale però, può essere in conflitto con l'obiettivo degli azionisti;
- entrenching investment; a dover scegliere tra progetti che premiano le proprie competenze e quelli che creano maggior valore ma non offrono dei premi, i manager sceglieranno i primi;
- rinuncia al rischio; se la remunerazione dei manager è fissa essi non hanno la convenienza nell'accettare investimenti rischiosi in quanto non partecipano ai maggiori profitti generati e preferiscono intraprendere quelli più sicuri;
- rinuncia all'aumento del grado di indebitamento; se la remunerazione e il futuro dei manager dipende dal destino dell'impresa essi corrono anche il rischio di fallimento, in quanto ad un alto leverage corrisponde un eventuale insolvenza dell'impresa.

A questo punto, risulta evidente la necessità di ridurre tali comportamenti in quanto questi portano alla perdita di valore degli azionisti. Le strategie di corporate governance hanno un ruolo fondamentale nell'attenuare i conflitti e ridurre i costi di agenzia. Un esempio potrebbe essere l'attività di monitoraggio sull'operato dei dirigenti da parte degli azionisti; in realtà però, gli azionisti non hanno competenze, tempo e risorse per svolgere tale controllo, specie nelle imprese a proprietà diffusa e quindi delegano questo compito agli amministratori o ricorrono alla certificazione esterna dei bilanci.

L'attività di monitoraggio può non funzionare in quanto gli azionisti non sono sufficientemente coinvolti nell'attività d'impresa, non possiedono tutte quelle informazioni che sono invece essenziali per assumere delle decisioni adeguate. In analogia, pur possedendo le informazioni necessarie, potrebbero non essere in grado di interpretarle correttamente. D'altronde, se hanno assunto dei manager è proprio per poter usufruire di competenze professionali specifiche⁶².

Rilevante allora diventa la composizione del consiglio di amministrazione in quanto se questo è composto da amministratori inside, e cioè dipendenti, familiari o anche dirigenti allora è ovvio che c'è un conflitto d'interesse. Di conseguenza, pare scontata la presenza degli amministratori outside, e cioè quegli indipendenti, ma in quanto tali, fanno parte di più consigli di amministrazione e questo implica minore impegno da parte loro. Questo è dovuto al fatto che la loro remunerazione non è strettamente collegata alla performance dell'impresa da loro amministrata.

Un'altra strategia è rappresentata dai sistemi di incentivo, i quali incoraggiano i manager alla creazione di valore azionario. Essi consistono in una remunerazione legata alla performance conseguita o ad esempio all'assegnazione di azioni e piani di stock option. Nel primo caso però, i dirigenti possono manipolare i risultati aziendali per avere un profitto, nel secondo caso, pur essendo un buon incentivo per aumentare la ricchezza degli azionisti⁶³, la variazione del prezzo di mercato delle azioni non è sotto il completo controllo della direzione ma dipende anche dalle condizioni di mercato; quindi il management può essere premiato o penalizzato ingiustamente.

Le attività di bonding infine, limitano la discrezionalità dei manager tramite clausole contrattuali con prescrizioni di penalizzazioni in caso di cattiva condotta lavorativa da parte dei dirigenti.

⁶² G. FORESTIERI, *Corporate e investment banking*, Egea, Milano, 2007.

⁶³ A un aumento di valore di mercato delle azioni corrisponde un incremento del risultato economico dell'operazione sullo strumento finanziario derivato.

Tutte queste attività sono onerose e richiedono l'impiego di tempo e il sostenimento dei costi, ma rappresentano dei meccanismi efficaci per ridurre i comportamenti egoistici dei dirigenti e salvaguardare la ricchezza azionaria.

2.3.2 I conflitti di agenzia del capitale di debito

I conflitti di agenzia del capitale di debito derivano dalla relazione tra creditori e azionisti.

Una prima tipologia di conflitto è quella studiata da Jensen e Meckling (1976), che si identifica nelle decisioni di sovra-investimento a causa della situazione asimmetrica esistente tra creditori e azionisti⁶⁴. I creditori, in qualità di fornitori di capitale di debito, hanno diritto a un ritorno in base al capitale fornito, mentre gli azionisti, in qualità di fornitori di capitale di rischio, lucrano sull'eventuale differenza positiva di valore che l'azienda abbia generato per effetto dei suoi investimenti; pertanto se la probabilità di fallimento è certa, gli azionisti sono propensi ad intraprendere investimenti rischiosi, i quali, se avranno esito positivo porterà loro un profitto, mentre se avranno esito negativo, questo inciderà sul patrimonio dei creditori.

Anche il sotto-investimento è un'azione a danno dei creditori. Quando il progetto d'investimento ha un valore attuale netto positivo ma gli utili derivanti bastano solo per pagare i creditori sociali, gli azionisti tendono a non investire più, causando un danno ai creditori.

Altre strategie che gli azionisti compiono a svantaggio dei creditori sono:

- beneficiare di distribuzioni di utili straordinarie; in altre parole, sottrarre risorse ai creditori che, diversamente, avrebbero avuto una garanzia per i crediti vantati nell'impresa;

⁶⁴ O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, G. Giappichelli, Torino, 2013.

- ritardare il processo di liquidazione il più possibile, attraverso un'attività di informazione inadeguata o politiche contabili.

I creditori prevedendo il rischio di espropriazione delle risorse finanziarie investite, aumentano il valore del debito erogato o aumentano i tassi di interesse, così gli oneri finanziari sostenuti dall'impresa aumentano e il valore assegnato agli azionisti diminuisce, quindi l'opportunità degli azionisti si ripercuote a carico degli stessi.

Altre forme di tutela contro le politiche degli azionisti sono le attività di controllo. I creditori alla stipula del contratto di finanziamento inseriscono delle clausole con dei vincoli riguardanti l'indebitamento massimo che l'impresa può raggiungere; la politica di investimento che può essere adottata; il livello minimo di liquidità che può essere supportato; l'ammontare dei dividendi che possono essere distribuiti e così via⁶⁵.

I costi di monitoraggio e controllo sicuramente ridurranno il conflitto di agenzia ma non lo elimineranno mai a causa dell'incompletezza contrattuale, quindi ci sarà sempre una perdita residuale a carico dei creditori dovuta al comportamento sub-ottimale degli azionisti.

2.3.3 I conflitti di agenzia tra gli azionisti di minoranza e di maggioranza

I conflitti di agenzia si producono quando gli azionisti di maggioranza hanno benefici privati del controllo e sottraggono valore agli azionisti di minoranza, attraverso attività di tunnelling. Esistono 2 forme di tunnelling⁶⁶:

⁶⁵ O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, G. Giappichelli Editore, 2013.

⁶⁶ O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, G. Giappichelli Editore, 2013.

- attraverso la stipula di contratti, gli azionisti di maggioranza comprano attività aziendali a prezzi privilegiati o usufruiscono di remunerazioni esagerate; quindi sottraggono valore all'impresa;
- attraverso attività che spingano gli azionisti di minoranza a vendere le loro partecipazioni agli azionisti di maggioranza, così questi ultimi si vedono aumentata la propria quota di proprietà.

Diventa quindi fondamentale stabilire delle regole e procedure che rendano più trasparente le attività degli azionisti di maggioranza, al fine di limitare comportamenti disonesti. Questi conflitti peggiorano quando gli azionisti di maggioranza hanno diritti di controllo maggiori rispetto ai loro diritti di flussi di cassa dell'azienda⁶⁷; o se la presenza di tali azionisti nel management è numerosa. Così diventa difficile tutelare gli azionisti di minoranza da un'eventuale espropriazione delle risorse finanziare investite.

Altri fattori che fanno sorgere questo tipo di conflitto sono:

- la non qualifica degli azionisti di minoranza a svolgere un controllo adeguato sull'operato degli azionisti di maggioranza;
- la non incentivazione a farlo, come ad esempio un piccolo azionista che detiene partecipazioni in una società estera sicuramente giudicherà oneroso spostarsi in un altro Paese per un controllo.

Annulare questi costi di agenzia è impossibile in quanto sono intrinseci nel contratto di agenzia. È possibile invece diminuirli attraverso strategie di governance. Tra queste, le più significative sono: un adeguato sistema di controllo interno; assegnazione agli azionisti di minoranza di diritti di nomina o di diritti

⁶⁷ Questo è possibile grazie alle strutture piramidali, cioè gli azionisti di controllo possono essere proprietari di un'impresa attraverso un'altra che essi non possiedono totalmente; un altro esempio sono le partecipazioni incrociate, quando un'impresa controlla direttamente o indirettamente le proprie azioni; e infine ci sono le dual class shares, quelle azioni che attribuiscono diritti di voto di diversa entità.

decisionali; assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti⁶⁸. Queste strategie assicurano la massimizzazione dello stato di benessere di tutti gli stakeholder aziendali.

⁶⁸ G. BOSI, S. TRENTO, *Il governo dell'impresa*, il Mulino, Bologna, 2012.

Capitolo 3

I modelli di corporate governance in Italia e Moldavia

3.1 Uno sguardo alla Moldavia

L'esperienza internazionale in tema di gestione aziendale, dimostra che la consapevolezza delle entità economiche sulla necessità di attuare i principi di corporate governance, contribuisce a conseguire una crescita economica reale attraverso la diminuzione dei costi, l'aumento dell'efficienza produttiva e l'aumento della stabilità finanziaria.

In Moldavia, il codice di corporate governance è stato sviluppato e approvato nel 2007, dalla Commissione Nazionale del Mercato Finanziario (CNMF)⁶⁹. Tale codice, però, è stato disposto solo per le società per azioni. Esso contiene disposizioni relative ai diritti degli azionisti e i meccanismi di tutela di essi; il ruolo e i compiti che devono essere svolti dall'assemblea degli azionisti; le funzioni del consiglio di amministrazione e dell'organo direttivo, ecc. Inoltre, questo è il primo documento giuridico in cui i concetti di «corporate» e «corporate governance» sono ampiamente spiegati.

È stata ribadita molte volte la necessità di un codice di condotta in tema di corporate governance. L'importanza di sviluppare e applicare un codice di gestione aziendale in Moldavia è evidente, essendo soggetto a una serie di momenti, tra cui:

- l'integrazione del paese nei processi di globalizzazione, il che implica la necessità di armonizzare la Legislazione nazionale con gli standard economici internazionali;

⁶⁹ www.cnpf.md

- la possibilità di prevenire o risolvere possibili conflitti aziendali, eventuali abusi di potere;
- la possibilità di ridurre il livello di corruzione dei soggetti con funzioni di responsabilità nella società;
- la possibilità di promuovere un'immagine vantaggiosa dell'impresa agli occhi degli investitori e partner commerciali;
- la protezione dei diritti di tutti gli azionisti, garantendo l'accesso alle informazioni e la trasparenza;
- il miglioramento degli indicatori economici e finanziari delle entità;
- il miglioramento dell'immagine aziendale di fronte agli investitori internazionali, che stimoleranno l'afflusso di risorse finanziarie nell'economia nazionale;
- il miglioramento della qualifica e la professionalità dei dipendenti delle imprese;
- il coltivare della cultura e dell'etica del governo aziendale.

L'elenco non è certamente esaustivo delle problematiche con le quali si confronta Moldavia ma è altresì vero che se si intraprendono misure per migliorare la gestione aziendale, queste devono far parte della strategia per lo sviluppo della società intesa come «collettività». E per questo è necessario il coinvolgimento di tutti i partecipanti presenti sul mercato. In caso contrario, tutte le azioni saranno limitate alla realizzazione di progetti, che hanno ben poco in comune con corporate governance.

Indipendentemente dalla forma giuridica dell'impresa e dalle sue dimensioni, è necessaria l'attuazione di un codice di corporate governance per avere una gestione aziendale efficace ed efficiente, e questo codice di autodisciplina non dovrebbe limitarsi solo alle imprese per azioni.

Tutti i tipi di imprese hanno bisogno di pianificazione, controllo, produzione di rendicontazione finanziaria; hanno bisogno di generare i risultati attesi e di godere dei molteplici vantaggi offerti da una buona gestione aziendale.

Sul territorio moldavo, la gran parte delle imprese hanno la forma giuridica diversa dalla società per azioni, quindi la necessità di migliorare i criteri della gestione aziendale di tali entità è di estrema urgenza⁷⁰. La gestione aziendale è un fattore importante che viene preso in considerazione nelle decisioni di investimento. Secondo le statistiche, oltre 80% degli investitori dichiara la disponibilità a pagare di più per le quote di una società, solo se questa dispone di una gestione aziendale efficiente rispetto alle azioni di altre società con una gestione aziendale limitata o discreta.

Le ricerche in tema di corporate governance mostrano la presenza di un legame diretto tra la capitalizzazione di mercato dell'azienda e il livello di corporate governance. Secondo Global International Rating Agency, questa dipendenza si riflette in un rating più elevato dei sistemi di corporate governance per le società la cui capitalizzazione di mercato è più elevata. Una maggiore capitalizzazione è dovuta a un più elevato livello di corporate governance nelle imprese. In tali circostanze, al fine di attrarre finanziamenti esterni e l'accesso ai mercati internazionali dei capitali, gli investitori devono essere convinti che la società è orientata verso creazione di valore e verso un governo in linea con gli obiettivi degli azionisti – cioè, un sistema di governo societario efficiente che viene creato all'interno dell'impresa.

Va notato che procedure inefficienti di governo societario rappresentano un grande pericolo non solo per le imprese in particolare, ma per la società in generale.

⁷⁰ La stragrande maggioranza delle entità moldave hanno una forma giuridica diversa dalla società per azioni, solo 4569 sono società per azioni di un totale di 171.771, nel 2017.

Una buona governance aziendale garantisce l'organizzazione degli organi di gestione dell'azienda, nonché offre la possibilità di perseguire e raggiungere gli obiettivi istituzionali e il monitoraggio delle performance.

Gli investitori stanno diventando sempre più esigenti rispetto alla qualità delle informazioni aziendali, la loro diffusione e l'attuazione dei principi di corporate governance nelle aziende in cui hanno intenzione di investire il loro capitale.

In Moldavia, sono molte le imprese dove il controllo sulla gestione manca o è quasi inesistente. In queste circostanze risulta necessario l'introduzione di regole e principi di corporate governance, e non per ultimo - un adeguato sistema di controllo sulla gestione che è fondamentale. Per incoraggiare gli investimenti esteri, Moldavia dovrebbe sviluppare un contesto imprenditoriale capace di garantire un alto livello di governo societario.

A mio avviso, per capire meglio la situazione moldava, è utile lo studio sociologico⁷¹ «I problemi dell'amministrazione aziendale in Moldavia» condotto da Transparency International-Moldova⁷².

Risultano avere una particolare importanza le relazioni tra i diversi interlocutori sociali, in quanto i rispettivi interessi possono differire in varie situazioni. Gli azionisti, infatti, vogliono utili netti e dividendi più elevati, un controllo sulle decisioni e sull'operato dei dirigenti, un aumento del valore delle azioni che detengono; mentre i dirigenti vogliono un maggiore potere decisionale e negoziale, stipendi elevati, premi e ricompense. I dipendenti, a loro volta, vogliono posti di lavoro sicuri, stabili e un'alta retribuzione. Il ruolo del governo societario è quello di bilanciare questi interessi, delineando chiaramente le responsabilità degli organi della corporate governance; introducendo dei codici di disciplina; garan-

⁷¹ www.transparency.org

⁷² Sono stati intervistati 300 azionisti nella capitale Chisinau e 150 dirigenti di società per azioni, in tema di corporate governance.

tendo l'equo trattamento di tutti gli azionisti e la trasparenza delle informazioni, quindi - risolvere eventuali conflitti di interesse.

In Moldavia prevale il modello di corporate governance basato sull'alta concentrazione di capitale. Secondo i dati della National Security Commission, in ciascuna delle 4569 società per azioni in Moldavia, c'è un azionista che possiede più del 50% delle azioni della società, poi ci sono azionisti che detengono dal 25% al 50% e due o più azionisti che detengono dal 5% al 25% delle azioni.

L'organizzazione delle società commerciali moldave si basa sull'esistenza dei seguenti organi: l'assemblea dei soci; il consiglio di amministrazione e il management.

I risultati dello studio sociologico condotto da Transparency International-Moldova rivelano che la maggior parte dei dirigenti intervistati, ritiene che l'esistenza e l'uso di un codice di gestione sia assolutamente necessario per l'impresa. Allo stesso tempo, un terzo degli intervistati ha un'opinione contraria, che può essere interpretata sia come una reazione negativa all'imposizione del rispetto di un atto normativo, sia come l'ignoranza dei vantaggi di tale codice. Una piccola parte degli intervistati invece, non hanno una posizione certa sulla necessità o meno di tale documento.

Per quanto riguarda l'eventuale status giuridico del presente documento, le opinioni dei intervistati sono state suddivise nel modo seguente: circa il 47% ritiene che il codice debba essere una raccomandazione - questo attesta il buon senso e la prudenza dei manager. Tuttavia, il 52% dei manager ritiene necessario assegnare un codice vincolante visto che l'autoregolamentazione nel contesto aziendale è poco sviluppata. Quindi, anche se persiste un parere critico sul quadro giuridico esistente, di solito si preferisce che le «regole del gioco» siano dettate dallo Stato. Si rende evidente, quindi, l'importanza dello sviluppo dell'autoregolamentazione di una condotta aziendale che parallelamente alla legislazione sarà in grado di regolare l'attività delle imprese.

Purtroppo, nella convinzione moldava, il codice di governo societario è visto necessario solo con lo scopo di affrontare una prospettiva di miglioramento d'immagine dell'impresa trascurando, però, la sua importanza dal punto di vista della prevenzione di ovvi conflitti d'interesse e riduzione di abuso di potere da parte dei dirigenti.

L'interesse ad attrarre nuove fonti di capitale sui mercati internazionali e la preoccupazione degli investitori dell'efficienza dei fondi investiti, sono ancora una premessa oggettiva per l'elaborazione di norme e procedure di corporate governance in Moldavia. Queste possono fornire ai potenziali investitori un quadro completo e chiaro dei principi che sono alla base della gestione aziendale.

Gli investitori sono interessati a:

- confrontare i principi di corporate governance di diverse società;
- conoscere il modo in cui le società garantiscono il soddisfacimento degli interessi degli azionisti, inclusi quelli di minoranza;
- essere in grado di valutarne i rischi della società in cui investono capitale;
- comprendere il funzionamento delle imprese e il loro livello di trasparenza;
- avere ulteriori informazioni tempestive necessarie per le decisioni di investimento.

I principi della corporate governance pubblicate da OECD sono:

- a) *Il rispetto dei diritti degli azionisti* è un principio fondamentale per qualsiasi modello di corporate governance. La delimitazione delle funzioni di proprietà e controllo delle imprese può generare vari conflitti. Il quadro giuridico dovrebbe prevedere l'ottenimento di informazioni tempestive sulla convocazione delle assemblee generali in modo tale che gli azionisti possano partecipare al processo decisionale. Inoltre, è di

fondamentale importanza che la localizzazione delle imprese sul territorio nazionale non metta ostacoli all'accesso degli azionisti alle assemblee.

- b) *Trattamento equo degli azionisti*. I principi di corporate governance raccomandano che tutti gli azionisti di maggioranza e di minoranza, nazionali e internazionali, dispongano degli stessi diritti ed obblighi.
- c) *Responsabilità del Consiglio di amministrazione e del management, divulgazione delle informazioni*. La continua ricerca sull'attività degli organi di governo aziendale dimostra la necessità del inserimento nel consiglio dei membri indipendenti, quest'ultimi avendo una posizione imparziale in caso di conflitti di interesse.

I codici, dunque, raccomandano l'istituzione di un consiglio di amministrazione in cui prevalgono i consiglieri indipendenti, nonché la creazione di comitati speciali (remunerazione, personale), gestiti da amministratori indipendenti.

Queste misure, secondo gli esperti, potrebbero ridurre considerevolmente gli abusi di potere da parte dei dirigenti della società.

Un altro modo per esercitare il controllo sull'attività dei manager è quello di chiedere informazioni sulla società. Gli azionisti, creditori, fornitori, dipendenti, Stato, ecc. sono interessati all'ottenimento di informazioni che riguardano i risultati dell'attività aziendale, così diventa necessaria la pubblicazione da parte della società di relazioni finanziarie autenticate da revisori indipendenti. Per quanto riguarda le società quotate in borsa, si prevede che queste devono soddisfare requisiti molto più rigorosi per il contenuto e la periodicità della presentazione e della pubblicazione di comunicazioni finanziarie.

Dallo studio sociologico condotto da Transparency International-Moldova, è emerso che quasi il 47% degli azionisti intervistati non conosce i propri diritti, il 36% - parzialmente e solo il 17% - pienamente. Una situazione identica si os-

serva anche per quanto riguarda la conoscenza dei propri obblighi: circa il 59% degli intervistati afferma di non conoscerli e il restante 40% - parzialmente.

Purtroppo, in Moldavia la partecipazione degli azionisti di minoranza al processo decisionale della società è piuttosto bassa. Questo può essere spiegato dalla non conoscenza dei propri diritti ed obblighi da parte degli azionisti e dall'assenza di volontà da parte del management di collaborare con gli azionisti, in particolare con quelli di minoranza. Alla domanda "Come è organizzato il rapporto di lavoro con gli azionisti?", il 57% dei dirigenti intervistati ha risposto che esiste una suddivisione o una persona responsabile per la collaborazione con gli azionisti; la realtà tuttavia dimostra che la pubblicazione degli avvisi sulla convocazione delle assemblee sono limitate. Il 34% dei manager organizza il lavoro tramite telefono e il 23% preferisce le riunioni dirette con gli azionisti.

Alla domanda «Quali sono i limiti che avete riscontrato nella vostra posizione?», il 36% degli azionisti ha indicato il mancato pagamento dei dividendi, il 27% – la non informativa sulle convocazioni delle assemblee, il 20% – la mancanza di accesso alle informazioni aziendali e l'8% – il mancato coinvolgimento nel processo decisionale. Allo stesso tempo, per quanto riguarda l'informativa societaria, è allarmante che solo il 5 per cento degli azionisti intervistati si considerano sufficientemente informati sull'attività della società di cui sono azionisti e il 95 per cento degli azionisti intervistati – per nulla informati o detengono informazioni insufficienti.

Il parere dei dirigenti intervistati differisce in qualche modo da quello degli azionisti. Circa il 35% ritiene che gli azionisti di maggioranza hanno più vantaggi di quelli di minoranza, il 25% ritiene che il mancato pagamento dei dividendi sia una palese violazione dei diritti degli azionisti, il 20% ritiene che il mancato rispetto dei diritti degli azionisti si manifesta in quanto questi ultimi non partecipano al processo decisionale. È utile sottolineare che il 15% dei dirigenti riconosce che l'accesso alle informazioni è limitato e il 4% ha menzionato che agli azionisti, di solito, non viene notificata la convocazione delle assemblee generali.

I dirigenti dunque indicano come causa principale della violazione dei diritti degli azionisti, la non conoscenza dei propri diritti ed obblighi. A tale causa si aggiungono anche altre come, ad esempio, il fatto che le sanzioni, in caso di tali violazioni, non sono troppo severe, oppure che il tribunale non ha sufficiente esperienza nelle controversie tra società e controparti interessate.

Anche la mancanza di giudici e avvocati specializzati in diritto commerciale costituisce il problema. In tale contesto, è indispensabile accrescere il livello professionale nel campo della risoluzione dei conflitti aziendali, ad esempio attraverso la formazione sistematica dei giudici e avvocati. D'altra parte, le imprese di piccole dimensioni, non hanno risorse necessarie per consentire loro di rivolgersi ai tribunali, in quanto le procedure sono lunghe, complicate e costose, creandosi così un ambiente favorevole alla corruzione. Sebbene solo l'8 % dei dirigenti intervistati abbia indicato come una causa di violazione dei diritti degli azionisti - la corruzione dei soggetti aziendali con funzioni di responsabilità; questa cifra preoccupa e fa venire dei dubbi sulla situazione reale.

Un sistema efficace di corporate governance dovrebbe garantire agli azionisti il pieno accesso alle informazioni dell'attività dell'impresa in cui investono. Tra gli azionisti intervistati solo il 35% ha chiesto informazioni alla società di cui sono azionisti, e il 17% ha avuto intenzione di farlo ma non l'ha fatto. È preoccupante il dato che il 48% degli azionisti intervistati non abbia mai chiesto informazioni alla società. Il comportamento passivo degli azionisti può essere spiegato o da una loro sufficiente familiarità con la situazione dell'impresa, partecipando ad esempio a tutte le riunioni o perché l'impresa pubblica relazioni finanziarie e altre informazioni; o dal loro unico interesse a ricevere i dividendi. Inoltre, per quanto riguarda gli azionisti che hanno richiesto informazioni, solo il 14% le hanno ottenute e l'86% hanno avuto informazioni parziali o nessuna.

I processi burocratici amministrativi sono stati indicati dagli azionisti come una delle cause più principali dell'accesso limitato alle informazioni dell'impresa. L'incompletezza delle informazioni, la riluttanza a diffondere informazioni sulle operazioni aziendali e sui conflitti di interesse, mettono gli

azionisti in una situazione di continuo disagio. Questi comportamenti opportunistici possono essere affrontati solo con un alto livello di cultura e condotta aziendale.

In Moldavia ci sono stati alcuni casi in cui le società hanno impedito agli azionisti di votare, utilizzando alcune manovre abusive, come l'obbligo della presenza fisica alle assemblee; l'obbligo di presentare documenti, il cui reperimento è difficile e costoso. Circa 1/3 dei dirigenti intervistati in Chisinau ritengono che gli azionisti di maggioranza abbiano vantaggi superiori, danneggiando quindi gli azionisti di minoranza.

CNVM potrebbe supervisionare in modo più rigoroso le società che hanno un elevato numero di azionisti. Se gli azionisti non sono d'accordo con le decisioni della società o non sono stati autorizzati a partecipare all'assemblea generale, possono richiedere il riacquisto delle proprie azioni nei prossimi due mesi. Il riacquisto delle azioni è effettuato al prezzo di mercato o comunque a quello previsto dallo Statuto della società. Tuttavia, gli azionisti non hanno il diritto di chiedere il riacquisto delle azioni se queste sono incluse nella quotazione azionaria.

Questa clausola può essere utilizzata dalle società con lo scopo di privare gli azionisti del diritto di chiedere il riacquisto delle proprie azioni. Al fine di garantire la tutela dei diritti degli azionisti, in particolare di quegli della minoranza, dovrebbero essere introdotte delle modifiche in merito al riacquisto delle azioni nel caso in cui gli azionisti di minoranza non sostengono le decisioni adottate dagli azionisti di maggioranza.

La trasparenza delle informazioni è un modo estremamente importante per proteggere i diritti degli azionisti di minoranza. Lo studio sociologico ha mostrato che diffondere le informazioni sono apprezzate positivamente solo da 19% dei manager, il 32% ritiene che pubblicizzare le informazioni contribuirà a migliorare l'immagine dell'azienda e ad aumentare la sua attrattività per gli investitori, e il 15% ritiene che questo aumenterà effettivamente il controllo sulla gestione.

Allo stesso tempo, il 40% degli intervistati ha un'opinione negativa sulla necessità di diffondere informazioni, considerando questo come un costo per l'azienda.

Una chiara delimitazione dei poteri degli azionisti, del consiglio di amministrazione, del management e dei comitati interni, costituisce un importante pilastro per una buona gestione aziendale. Nelle imprese moldave prevale l'opinione che la funzione primaria dei membri e del presidente del consiglio di amministrazione, è quella di consultare i dirigenti dell'impresa e di promuovere la propria immagine attraverso la società in cui operano. Spesso i consigli di amministrazione non svolgono un ruolo strategico per la società, perché i loro membri non sono indipendenti. Queste carenze hanno importanti conseguenze sul tema degli abusi commessi sui diritti degli azionisti di minoranza e di altri soggetti coinvolti direttamente.

Lo studio sociologico ha evidenziato altresì le principali problematiche che, secondo i manager intervistati, dovrebbero essere perfezionate. Sul primo piano è stata indicata la rigorosa delimitazione dei ruoli e delle responsabilità degli organi di gestione, sul piano due è stata posta la necessità di migliorare il grado di protezione dei diritti degli azionisti di minoranza. I manager hanno inoltre osservato una priorità dell'introduzione degli standard internazionali di rendicontazione finanziaria.

Siamo, dunque, in presenza di un apparato normativo e autoregolamentare incompleto, molte imprese moldave sono carenti dal punto di vista dei principi di corporate governance. Moldavia dovrebbe agire in due direzioni: perfezionare la Legislazione e prendere misure necessarie per l'applicazione delle migliori pratiche nel campo della gestione aziendale.

3.2 Il modello italiano

Mentre in Moldavia si cerca di dare utilità e significato alla corporate governance, in Italia sono stati raggiunti dei traguardi significativi per quanto riguarda gli amministratori indipendenti, le dinamiche di interazione con tutti gli stakeholder, i progetti a beneficio dei dipendenti e collaboratori di un'impresa.

In Italia la normativa vigente in termini corporate governance è completa, composta dal codice di autodisciplina delle società quotate, dal Testo Unico della Finanza⁷³, che fissano delle linee guida generali e prevedono indicazioni che riguardano il Consiglio di amministrazione, il management, il sistema dei controlli interni. Tali aspetti risultano di fondamentale rilevanza in un sistema di governo societario indirizzato a massimizzare la creazione di valore⁷⁴.

Negli ultimi anni, molte imprese hanno focalizzato l'attenzione sul dialogo e l'interazione costante con gli stakeholder interni ed esterni: dipendenti, clienti finali, investitori, azionisti, fornitori, scuole e università, enti governativi, territorio e comunità.

Ogni impresa dovrebbe avere all'interno un Codice etico, con dei principi che assicurino l'eguaglianza e l'imparzialità nel trattamento di tutti gli stakeholder, la trasparenza e l'affidabilità delle informazioni pubblicate, l'onestà e la correttezza da parte di tutti i soggetti della corporate governance.

Il sistema economico italiano, spinto dalla globalizzazione dei mercati finanziari, dalle privatizzazioni delle imprese pubbliche, dall'apertura al mercato finanziario delle imprese familiari con conseguente opportunità di incontrare nuovi investitori, dallo sviluppo di una nuova cultura finanziaria come un'alternativa all'indebitamento bancario - ha evidenziato una realtà economica

⁷³ Il Testo Unico della Finanza predispose delle norme di trasparenza informativa e si preoccupa di rafforzare la normativa vigente in materia della tutela delle minoranze.

⁷⁴ F. FORTUNA, *Corporate governance: soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano, 2001

con notevoli progressi. Una realtà nella quale il governo d'impresa, se attuato in modo efficiente e corretto, può garantire notevoli capacità di attrazione di capitali soprattutto nei confronti degli investitori esteri.

I mercati finanziari sono il luogo di reperimento delle fonti di finanziamento necessarie per l'esistenza di un'impresa, appare logico quindi il fatto che se una società è carente sotto il profilo della governance e se le comunicazioni offerte agli investitori non sono adeguate, si avrà riluttanza a investire in quell'impresa.

L'espressione «governance esterna» si riferisce alla funzione di controllo svolta dai mercati finanziari⁷⁵, invece la «governance interna» attiene ai meccanismi interni esercitati dagli azionisti nei confronti degli amministratori, tema già trattato nel secondo capitolo della presente tesi.

La trasparenza e l'informativa al pubblico rappresentano l'elemento di connessione fra la governance esterna e quella interna. Risulta quindi fondamentale adottare principi e meccanismi di controllo adeguati per prevenire situazioni di conflitto d'interesse, specie nelle società per azioni dove la separazione tra proprietà e il controllo è molto ampia.

Come già evidenziato nel primo capitolo, il modello di governance italiano nelle società di grandi dimensioni è di tipo tradizionale, adottato dalle società per azioni e si articola come segue:

- l'assemblea degli azionisti;
- il consiglio di amministrazione;
- il collegio sindacale;
- la società di revisione, dove il revisore esterno svolge la propria attività in maniera indipendente ed autonoma;

⁷⁵ Liuc Papers n. 184, Impresa e mercati finanziari, gennaio 2006. *I conflitti di interesse e la corporate governance nella valutazione del rating delle banche*, di R. Del Giudice, P. Capizzano

- comitati interni, come il comitato esecutivo, il comitato controllo e rischi, il comitato per la remunerazione, il comitato amministratori indipendenti.

Il sistema tradizionale, prevede che il governo societario sia ripartito tra tre organi: l'assemblea degli azionisti, il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale. Gli azionisti sono i proprietari dell'impresa e decidono in merito alla nomina e alla revoca degli amministratori e inoltre approvano il bilancio d'esercizio annuale. Il consiglio di amministrazione è, invece, l'organo a cui spetta la gestione dell'impresa e compie le operazioni necessarie all'attuazione dell'oggetto sociale. Il collegio sindacale, infine, è l'organo che vigila sulla legittimità dell'operato degli amministratori in termini di conformità alla legge e allo statuto e sul rispetto dei principi di corretta amministrazione.

Accanto al modello tradizionale di corporate governance, in Italia si stanno delineando il sistema dualistico e monistico. La scelta tra questi tre tipi di sistemi dipende dalle caratteristiche aziendali sotto il profilo degli assetti proprietari, delle strutture organizzative, dei settori di appartenenza e delle priorità strategiche.

Il sistema dualistico prevede la presenza oltre che dell'assemblea degli azionisti, di altri due organi: il consiglio di gestione e il consiglio di sorveglianza.

Si tratta di un modello di governance in cui gli azionisti non nominano gli amministratori e non approvano il bilancio ma decidono sull'elezione del consiglio di sorveglianza. Il consiglio di sorveglianza ha un ruolo analogo a quello del collegio sindacale nel modello tradizionale, ma le sue funzioni di controllo sono più ampie per quanto riguarda le operazioni strategiche predisposti dal consiglio di gestione, diciamo che ha un potere di vera e propria decisione. La gestione dell'impresa spetta esclusivamente al consiglio di gestione, che è costituito da almeno due componenti anche non soci, ed è nominato dal consiglio di sorve-

glianza. È il modello di amministrazione che più realizza la dissociazione tra proprietà – gli azionisti e il potere - gli organi sociali.

Il sistema monistico, infine, prevede la distribuzione del governo societario fra tre organi: l'assemblea degli azionisti, il consiglio di amministrazione e il comitato per il controllo interno. Quest'ultimo è composto da amministratori che non svolgono funzioni gestionali e che sono in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci. Con riguardo al Consiglio di Amministrazione valgono in sostanza le norme previste nel modello tradizionale.

Non esiste tuttavia un modello giusto per una «buona corporate governance». Ogni Paese, ogni impresa, infatti, si distingue in base a determinate caratteristiche e una corporate governance efficace è quella che, caso per caso, riesce a valorizzare le diverse peculiarità e a limitare le varie fonti di conflitto e di criticità.

Il sistema italiano di corporate governance presenta affinità con il sistema moldavo, nel senso che entrambe comprendono un ampio numero di piccole e medie imprese. Questo comporta delle limitazioni finanziarie che pregiudicano gli investimenti delle imprese e, di conseguenza, la loro crescita, visto che le piccole imprese hanno difficoltà di sviluppo in quanto non riescono ad ottenere le risorse finanziarie necessarie per la loro crescita⁷⁶.

Ci sono tante le motivazioni per cui le PMI dovrebbero adottare i principi di corporate governance⁷⁷:

⁷⁶ www.bancaifis.it

In Italia ci sono 760 mila PMI (76% del totale imprese) che crescono del +5,6% in media all'anno. L'86% delle imprese sono «micro»; le PMI non quotate, rappresentano oltre il 95% delle imprese italiane e realizzano una quota molto significativa del PIL del Paese.

⁷⁷ www.nedcommunity.com, *Principi di corporate governance delle PMI non quotate*.

- definizione chiara dei ruoli degli organi sociali con il vantaggio di ottenere processi decisionali più semplici e trasparenti;
- monitoraggio del conflitto di interessi in quanto la corporate governance permette la gestione dei conflitti ed evita l'estrazione inappropriata di benefici privati;
- possibilità di creare strategie e processi consone con l'obiettivo dell'azienda e risolvere più efficacemente le problematiche;
- salvaguardare il capitale umano per avere un vantaggio competitivo e un'impresa efficace;
- far percepire in modo chiaro che il sistema di controllo interno rende più solida e durevole l'impresa;
- imparare ad acquisire competenze in quanto le imprese di piccole dimensioni faticano ad essere competitive perché non hanno tutte le competenze necessarie e al contempo sottovalutano la grande opportunità di acquisire know-how all'esterno, a costi ragionevoli.

Fino qui abbiamo parlato di una buona governance delle imprese di grandi dimensioni, ma anche le piccole imprese, se dotate di principi e sistemi di governance efficaci hanno dei vantaggi indiscutibili:

- il consolidamento della cultura aziendale, che porta al mantenimento di relazioni "sane" tra le persone all'interno dell'organizzazione, alla correttezza e all'etica aziendale;
- le persone a capo dell'impresa possedendo adeguate competenze in ramo direzionale, organizzativo e di controllo hanno un ruolo chiave nella gestione aziendale;
- l'informativa sulla situazione finanziaria dell'impresa assicura la trasparenza dell'impresa sul mercato finanziario e così migliorano

le relazioni tra i vari stakeholder e si facilita lo sviluppo equilibrato dell'impresa;

- si assicura l'equo trattamento di tutti i soci, compresi quelli di minoranza e si mantengono relazioni equilibrate con i propri stakeholder – questo fa sì che l'impresa sia competitiva sul mercato attraverso un lavoro di squadra che integra i contributi di un insieme di soggetti che forniscono risorse all'impresa;
- un adeguato sistema di controlli interni e una chiara suddivisione dei poteri, favoriscono la capacità dell'impresa a realizzare i propri obiettivi;
- l'applicazione delle regole e dei principi di buon governo aziendale, non possono che portare all'equilibrio, all'efficienza e all'economicità aziendale.

Conclusioni

Negli ultimi anni il tema della corporate governance è diventato per molti Paesi un importante argomento di dibattito, preoccupazione ed analisi.

Nel primo capitolo si è cercato di analizzare le principali teorie alla base della corporate governance, elencando numerose definizioni fornite dalla letteratura e commentando i contributi più significativi. In particolare, si è visto come il modello *shareholder* si concentri sui diritti di proprietà e sulla massimizzazione degli interessi degli azionisti per creare valore d'impresa, mentre il modello *stakeholder* si basa, invece, sul ruolo importante dei manager che devono bilanciare gli interessi contrastanti dai vari stakeholder.

In seguito, sono stati analizzati i tre sistemi che caratterizzano il governo d'impresa, con particolare attenzione alle varie caratteristiche e all'applicazione di essi dalle imprese italiane. Un sistema che risulta valido per una determinata impresa può risultare non soddisfacente per un'altra impresa appartenente a un diverso contesto operativo e per quanto riguarda il caso italiano, è importante sottolineare che i due sistemi alternativi a quello tradizionale, ossia quello dualistico e quello monistico, sono ancora poco diffusi. La spiegazione a tale scarsa diffusione di questi metodi è stata data facendo leva su varie cause come, ad esempio, un'elevata prudenza dell'imprenditore ad adottare modelli alternativi, una diffusa lacuna conoscitiva oppure la poca chiarezza delle disposizioni legislative.

La corporate governance è un fattore che incide sulla creazione di valore e favorisce l'equa distribuzione del valore creato tra i diversi interlocutori sociali. Coerentemente, nel secondo capitolo è stata evidenziata la relazione tra corporate governance, creazione di valore e struttura finanziaria delle imprese, dove quest'ultima è considerata ottimale se tiene conto della remunerazione degli

azionisti, dell'equilibrio finanziario per gli stakeholder (creditori) e della massimizzazione del valore economico d'impresa.

Un ruolo fondamentale nello sviluppo del tema lo ha avuto la teoria dell'agenzia, strettamente collegata al tema degli assetti proprietari e alla teoria della separazione tra proprietà e controllo. Infatti, abbiamo avuto modo di notare che tanto più aumenta la separazione della proprietà dal controllo, tanto più aumentano i costi di agenzia. In tale ambito, peraltro, sono risultati di particolare interesse tre principali tipologie di conflitti di agenzia: del capitale proprio, del debito e i conflitti tra azionisti di minoranza e di maggioranza. In concreto, sono state evidenziate le caratteristiche di tali conflitti in termini di fattori influenzabili, comportamenti opportunistici, i sistemi di monitoraggio e controllo e infine gli oneri associati.

Nel secondo capitolo, inoltre, è stata accentuata la rilevanza del consiglio di amministrazione, il quale svolge un ruolo indispensabile nella gestione del rapporto tra azionisti e direzione, oltreché di controllo e monitoraggio dell'attività svolta dal management. La composizione e il funzionamento di un consiglio di amministrazione sono sempre stati al centro del dibattito sulla governance d'impresa. Il management, invece, essendo in possesso di adeguate ed esaurienti informazioni è il soggetto che conosce meglio di altri il valore reale dell'impresa ed ha un ruolo indispensabile nella guida dell'impresa verso l'obiettivo della generazione di valore economico. Si evince, quindi, come sia di totale importanza dotarsi di un'adeguata corporate governance per quanto attiene i sistemi di divisione dei poteri e delle deleghe tra gli organi di gestione e controllo.

In particolare, sono stati descritti i comportamenti opportunistici del management, che potrebbe espropriare gli azionisti di parte della loro ricchezza per raggiungere obiettivi personali come quelli di prestigio, potere e immagine. Per concludere sono state analizzate le misure da adottare per contenere o limitare tale discrezionalità.

Quello che emerge dalla ricerca effettuata è che il ruolo della corporate governance in Italia e in Moldavia diverge notevolmente. Tale divario scaturisce non solo dalla struttura del sistema di governo societario, ma anche dalla cultura e dal tipo di economia del Paese.

Il terzo capitolo è stato sviluppato prendendo in considerazione lo studio sociologico svolto da Transparency International Moldova. Dai risultati di tale ricerca emerge che la situazione è abbastanza critica in Moldavia, dove il concetto di corporate governance è quasi assente nelle imprese, in quanto la Legislazione pone pochissima attenzione su tale argomento, mancando quasi del tutto l'informazione a riguardo. Risulta, inoltre, non esserci alcun interesse del Legislatore moldavo a voler perfezionare o aggiornare le norme esistenti.

Il mancato decollo della corporate governance in Moldavia è imputato alla scarsa informazione sui meccanismi di governo e sui vantaggi che essa può offrire per la vita duratura dell'impresa.

Infine, il terzo capitolo si è concluso evidenziando che anche le piccole imprese hanno bisogno di un sistema di governance fondato su principi di trasparenza dei comportamenti aziendali, indipendenza dei controlli ed efficienza della gestione. A tal riguardo, si sottolinea che la corporate governance gioca un ruolo cruciale per l'armonico funzionamento del sistema d'impresa.

Bibliografia

- ALBET J., *Guida pratica alla corporate governance*, Egea, Milano, 2005
- ALMICI A., *Corporate governance, sistemi di controllo e valore aziendale*, FrancoAngeli, Milano, 2010
- BOSI G., TRENTO S., *Il governo dell'impresa*, il Mulino, Bologna, 2012
- DALLOCCHIO M., TAMAROWSKI C., *Corporate governance e valore*, Egea, Milano, 2005
- DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, G. Giappichelli, Torino, 2013
- DRINGOLI A., *La gestione dell'impresa*, Cedam, Padova, 2006
- FIORI G., *Corporate governance e qualità dell'informazione esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2003
- FORESTIERI G., *Corporate e investment banking*, Egea, Milano, 2007
- FORTUNA F., *Corporate governance: soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano, 2001
- GUATRI L., *La teoria della creazione del valore*, Egea, Milano, 1991
- GUATRI L., *La teoria di creazione del valore: una via europea*, Egea, Milano, 1991
- JENSEN M.C., MECKLING W., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 1976
- MAGGIONI V., POTITO L., *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, il Mulino, Bologna, 2009
- MELIS A., *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, 2002
- ONIDA P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 2005

PALETTA A., *Il controllo interno nella corporate governance*, il Mulino, Bologna, 2008

PARBONETTI A., *Corporate governance*, Giuffrè, Milano, 2006

REBOA M., *Proprietà e controllo d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2002

SALVIONI D.M., *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano, 2005

SALVIONI D.M., *Corporate governance, controllo e trasparenza*, FrancoAngeli, Milano, 2009

ZATTONI A., *Corporate governance*, Collana Management, vol. 10, Egea, Milano, 2006

Siti internet

www.nedcommunity.com

www.bancaifis.it

www.cnpf.md

www.transparency.org

www.borsaitaliana.it

Codice Civile italiano