

III

FINANZA E IMPRESA

Quale corporate governance per le aziende europee?

di Pier Paolo Bucalo*

Come conciliare le diverse visioni di gestione delle imprese presenti in Europa? Probabilmente, non è necessario avere una perfetta sintonia tra istituzioni politiche e dimensione economica, ma è fondamentale che nei vari paesi dell'Unione, nel mondo degli affari, si possa "parlare la stessa lingua" in modo da rispondere efficacemente alle esigenze di una pluralità di attori, competenze tecniche e capacità finanziarie assai diverse tra loro.

Introduzione

«Quello che un Chief Executive Officer, un CEO, si attende dal Consiglio di Amministrazione sono buoni consigli che possano rendere l'azienda più forte e di successo, sostegno agli investimenti e decisioni che servano l'interesse dell'azienda e dei suoi stakeholders¹; messaggi di pericolo nel caso in cui gli investimenti e le decisioni non siano di beneficio all'azienda e ai suoi stakeholders».

Questa frase sembra riassumere al meglio gli obiettivi di tutti coloro che negli ultimi mesi, da un lato e dall'altro dell'Atlantico, stanno cercando di ripristinare la fiducia degli investitori nei mercati dopo i recenti scandali finanziari, tramite nuove e più efficaci regole di *corporate governance*. A pronunciarla è stato Kenneth Lay,

* Le opinioni espresse non sono quelle dell'autore e in alcun modo quelle di *Accenture*.

¹ *Stakeholders*, termine usato per indicare tutti i vari soggetti in qualche modo interessati alla sorte dell'azienda (direzione e dirigenza, impiegati, clienti, azionisti ecc.).

l'amministratore delegato di Enron, durante un suo discorso al Centro per l'Etica d'Impresa (!!)

 della *University of St. Thomas* a Houston, nel Texas. La Enron, una volta invidiata multinazionale e oggi sinonimo di azienda corrotta, è arrivata ad alti profitti manipolando i propri dati contabili ed effettuando operazioni – non contabilizzate – attraverso le quali si assumevano ingenti rischi finanziari dei quali gli azionisti erano completamente all'oscuro.

Nonostante ciò, anche Kenneth Lay definisce correttamente il ruolo del *board* (il “consiglio di amministrazione”). Cosa significa? Probabilmente che, pur con le dovute differenze di veduta, l'obiettivo verso cui tendere è condiviso: quello di un consiglio che “controlli” il *management* e garantisca che la società sia gestita secondo gli interessi degli azionisti. Il CdA rappresenta infatti l'anello di congiunzione tra manager e investitori, e quindi il più efficace strumento per una buona *corporate governance* e per il controllo nei confronti del CEO.

Ciò che manca, ovvero quello verso cui, in questi mesi, diversi gruppi di studio in ambito privato e la stessa normativa societaria si stanno muovendo, sono regole che impediscano ad altri amministratori delegati alla Kenneth Lay di abusare a lungo di azionisti ignari, e che, tramite un sistema di incentivi e punizioni, rendano tali comportamenti eccessivamente onerosi per il CEO, in modo da allineare i suoi obiettivi a quelli degli azionisti².

L'approccio statunitense

La risposta americana a questi scandali scoppiati tra i grossi nomi della “*corporate America*” non si è fatta attendere. Il Congresso degli Stati Uniti ha pubblicato nei primi mesi del 2002 il “*Sarbanes-Oxley Act of 2002*”, trasformato in legge dal Presidente Bush il 30 luglio 2002, al fine di «[...] *proteggere gli investitori migliorando l'accuratezza e l'attendibilità delle informazioni aziendali [...] per scoraggiare e punire reati contabili e amministrativi [...] e per proteggere gli interessi dei lavoratori e degli investitori*».

² Cfr. anche “*How to Strengthen Corporate Governance*”, “*Corporate boards: The way we govern now*” in «*The Economist*», January 9th 2003.

Alcune proposte, elaborate nell'ambito del "Sarbanes-Oxley Act", e al momento all'esame della *Securities and Exchange Commission* (SEC), prevedono:

- la creazione di un ente di revisione aziendale pubblico che supervisioni la revisione dei bilanci delle società quotate;
- restrizioni sui servizi di consulenza che i revisori possono offrire ai loro clienti;
- la nomina di esperti finanziari e una *disclosure* sulla loro indipendenza;
- la firma dei bilanci societari annuali e trimestrali da parte dell'amministratore delegato e del direttore finanziario, che sono tenuti al rimborso dei *bonus* ottenuti se gli utili risultano gonfiati.

Altre proposte, provenienti dal *New York Stock Exchange* (NYSE), risultano ancora più vincolanti : I) tutte le società quotate devono avere una maggioranza di membri del *board* (consiglieri d'amministrazione) che siano indipendenti, senza precedenti legami con l'azienda; II) si devono tenere regolari riunioni del *board* (CdA) in assenza dell'amministratore delegato e del *management* ; III) ogni società deve pubblicare delle regole di *corporate governance*, nelle quali si preveda una valutazione annuale del CEO e del *board*.

L'OCSE dal canto suo già nel 1999 aveva pubblicato i suoi "Principles of Corporate Governance"³: «[...] un importante primo passo per sviluppare una sensibilità comune a livello internazionale [...]». Secondo l'OCSE, il modello di *corporate governance* dovrebbe poter garantire l'indirizzo strategico dell'azienda, il monitoraggio effettivo del *management* da parte del CdA, e la responsabilità di questo nei confronti dell'azienda e degli azionisti.

La prospettiva europea

Al momento, a causa delle divergenze tra i sistemi giuridici (e interessi) dei Paesi membri, la Commissione Europea non ha ancora introdotto un codice di condotta comune. La posizione

³ OECD, *Principles of Corporate Governance*, 1999.

ufficiale comunitaria, espressa lo scorso novembre (2002) dal commissario per il mercato unico Fritz Bolkestein, è stata di reazione dura alle proposte americane, ritenute eccessive.

Una regolamentazione eccessiva, per quanto reazione comprensibile ai recenti scandali, rischia di avere conseguenze negative nel lungo periodo⁴. Se infatti, l'attività imprenditoriale richiede l'abilità di lavorare verso obiettivi di lungo periodo, il focus sulla contabilità e sul bilancio ha spostato l'attenzione sul breve periodo. I risultati di un'azienda una volta venivano pubblicati annualmente, poi semestralmente, adesso trimestralmente. È vero che l'obiettivo è quello – giustissimo – di tranquillizzare gli azionisti; ma è anche vero che la conseguenza non desiderata è che il CEO si trova sotto una pressione tremenda nel breve termine ed è in sostanza disincentivato a guardare al lungo periodo. È anche per tale motivo che tutta l'attenzione spesso risulta sull'espansione nel breve periodo – tramite acquisizioni – mentre diventa meno rilevante la profittabilità di lungo periodo.

L'UE si muove comunque nella direzione di creare maggiore omogeneità tra le legislazioni nazionali. Un esempio ne è la nuova figura giuridica di "società europea". Dall'8 ottobre 2004 in poi, la società europea sarà un veicolo legale, disponibile a tutte le imprese che vorranno fare affari in Europa. Le imprese che sceglieranno questo regime potranno operare in tutta l'Unione con un solo *set* di regole, un solo *management* e un solo sistema contabile-amministrativo, con le conseguenti economie di scala, stimate nel complesso in circa 30 miliardi di euro⁵.

Le proposte inglesi

Il governo inglese nello scorso aprile ha chiesto a Derek Higgs, un banchiere, di produrre un breve saggio con raccoman-

⁴ F. Bolkestein, "Financial markets – a matter of trust", *Speech at the Annual Meeting of World Federation of Exchanges at Euronext*, 6 ottobre 2002.

⁵ F. Bolkestein, "The new European Company: opportunity in diversity", Address to Conference at the University of Leiden (Paesi Bassi), 29 novembre 2002.

dazioni sul ruolo dei direttori non esecutivi, ossia sui membri del CdA che non hanno incarichi operativi all'interno dell'impresa. Molte delle idee contenute nelle proposte di Higgs⁶ sono in linea con le proposte americane. Si propone che almeno la metà dei membri del *board* siano indipendenti⁷, che sia prevista la valutazione annuale del suo operato e che almeno un membro del comitato di revisione contabile abbia recente e rilevante esperienza finanziaria e contabile.

Le differenze con il modello americano si hanno nella raccomandazione che i ruoli di *Chairman* e *CEO* (rispettivamente Presidente e Amministratore delegato) siano ricoperti da persone diverse. Inoltre, chiede che ci sia un consigliere indipendente che presieda, con cadenza regolare, riunioni senza la presenza del CEO e del *management* per verificare che non ci siano malumori nascosti all'interno del *board*.

Alcuni dati

Per quanto sembri condivisibile la perplessità del commissario Bolkestein, la scelta americana sembra davvero il minore tra due mali e questo soprattutto a causa del livello di diffidenza nei confronti dei mercati, che ormai si è diffuso tra gli investitori.

Recentemente, Paul Gompers, della Harvard Business School, ha analizzato circa 1.500 imprese durante gli anni Novanta e ha scoperto che quelle che erano più attente alle richieste degli azionisti hanno goduto, in media, di un ritorno annuo dell'8,5% superiore a quello delle aziende gestite con stile "ditatoriale"⁸. Inoltre, una ricerca condotta dalla McKinsey ha re-

⁶ D. Higgs, "Review of the role and effectiveness of non-executive directors", UK Department of Trade and Industry, gennaio 2003.

⁷ «[...] *At least half the members of the board, excluding the chairman, should be independent non-executive directors* [...]» da D. Higgs, "Review of the role and effectiveness of non-executive directors", UK Department of Trade and Industry, gennaio 2003.

⁸ P. Gompers, Joy Ishii, A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices" in «Quarterly Journal of Economics», 2003.

centemente dimostrato come tre quarti degli investitori istituzionali in Europa e in America sono pronti a pagare un premio tra il 12 e il 14% per azioni di società che dimostrino una buona *corporate governance*. Tuttavia, un'altra ricerca a livello globale sull'atteggiamento dei *Chief Executive Officer* ("CEO") nei confronti del loro consiglio ha evidenziato però come meno della metà dei CEO intervistati credano che membri indipendenti del *board* comprendano davvero i fattori chiave per la *performance* dell'impresa.

Il ruolo del board: trade off tra indipendenza e ignoranza?

A prescindere dai risultati di tutte queste riforme, sicuramente appare rafforzato il ruolo dei membri del *board* "indipendenti", ossia che non abbiano alcuna relazione materiale con l'impresa che controllano, in modo da non essere esposti a conflitti d'interessi. Ma come essere certi che membri davvero "indipendenti" abbiano al tempo stesso abbastanza conoscenze delle società che controllano per essere efficaci? Purtroppo, e questo è il paradosso, quanto più questo è indipendente, tanto più dovrà fare affidamento sul *management* per avere informazioni sulla società.

Se le cose stanno in questi termini, come essere sicuri che "indipendente" non significhi anche "ignorante"? Alcune tra le diverse proposte formulate di recente sembrano particolarmente interessanti:

- Allargare il bacino dal quale si scelgono i membri, in modo da garantire che essi non siano fotocopie uno dell'altro, ma che abbiano un certo grado di complementarità tra di loro⁹, e siano incoraggiati a sviluppare *expertise* specialistiche, mentre la maggior parte dei membri si percepiscono come "generalisti".
- Incoraggiare il "dissenso costruttivo", affinché i membri

⁹ J.W. Lorsh, C. Colin, *Back to the Drawing Board: Designing Corporate Boards for a Complex World*, Harvard Business School Press, in via di pubblicazione.

non si sentano inibiti dall'esprimere il loro punto di vista, qualora questo sia divergente rispetto a quello del CEO.

- Non considerare l'indipendenza un valore assoluto e irrinunciabile, perché al contrario può essere di grande vantaggio avere un componente del *board* che conosca a fondo il *business*.
- Non è importante considerare solo il modo in cui si struttura un *board*. Si tratta anche di saperlo gestire come struttura sociale. Sarebbe tempo perso se ci occupassimo solamente di rendere le regole procedurali più stringenti e ignorassimo il bisogno di renderlo un gruppo di lavoro efficiente, in cui i membri si stimino a vicenda, e siano pronti a relazionarsi con il *management* sulle criticità che l'azienda si trova ad affrontare.

Conclusioni

Norme e regolamenti possono contribuire a una migliore *corporate governance*, ma non ne costituiscono purtroppo l'elemento risolutivo.

In seguito al disfacimento di grandi colossi americani quali *Enron*, *Tyco* e *WorldCom*, sono state portate avanti analisi minuziose, con l'obiettivo di verificare se dal comportamento dei *boards* di queste società si potessero rilevare chiari segni di incompetenza o corruzione. In realtà, non è affatto così, anzi questi consigli seguivano tutti gli standard di comportamento comunemente accettati: era alta la presenza alle riunioni, i comitati di revisione finanziaria e i codici etici erano in vigore, i consigli non erano caratterizzati da particolari anomalie. In altre parole, superavano tutti i test che normalmente si fanno per verificare se un *board* è in grado di fare il proprio lavoro. E proprio questa è la cosa più preoccupante.

A conclusione di questa breve presentazione dello stato dell'arte sull'argomento, si può aggiungere che la *corporate governance*, come del resto l'intera disciplina del *management*, è sì scienza, ma è anche arte. La chiave per creare dei buoni consigli non è strutturale, ma è sociale, come ricorda il Professor Son-

nenfeld della *Yale School of Management*: «Ciò che distingue consigli esemplari è che sono dei sistemi sociali solidi ed efficaci [...]. Le società con le migliori performance hanno consigli estremamente attenti, che considerano il dissenso come un dovere e non considerano alcun argomento al di fuori della discussione».