

La governance delle società italiane quotate tra
trasparenza e conflitto di interessi: analisi empirica
del segmento blue chip

INDICE

INTRODUZIONE	7
CAPITOLO 1: UNA VISIONE COMPLETA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE	12
1.1. Un quadro di insieme: la corporate e governance	12
1.2. Il consiglio di amministrazione	19
1.2.1. Le funzioni del consiglio di amministrazione,	19
1.2.2. La relazione tra le caratteristiche del consiglio di amministrazione e la performance aziendale	23
1.2.3. Le possibili configurazioni del consiglio di amministrazione	25
1.2.4. La struttura del consiglio di amministrazione	28
1.3. I modelli di governance: tradizionale, dualistico e monistico	32
1.4. Gli amministratori nel modello tradizionale: il consiglio di amministrazione	36
1.4.1. Nomina degli amministratori	36
1.4.2. Durata dell'incarico e rieleggibilità	39
1.4.3. Compenso degli amministratori	39
1.4.4. La sostituzione degli amministratori	42
1.5. Le cause di ineleggibilità, decadenza e incompatibilità	45
1.5.1. Le cause di ineleggibilità e decadenza;	45
1.5.2. Le cause di incompatibilità	47
1.6. I requisiti aggiuntivi: onorabilità, professionalità e indipendenza	50
1.6.1. L'onorabilità	51
1.6.2. La professionalità	52
1.6.3. L'indipendenza	53
1.7. La revoca e la cessazione dalla carica	56
1.7.1. La revoca degli amministratori	56
1.7.2. La giusta causa;	57
1.7.3. La cessazione degli amministratori	58
1.8. Il conflitto di interessi	61
1.8.1. L'invalidità delle delibere	61
1.8.2. Gli interessi degli amministratori	63
1.8.3. L'opportunità di astensione	66

1.8.4. <i>L'obbligo di comunicazione</i>	68
1.8.5. <i>La motivazione della delibera</i>	71
1.9. La responsabilità degli amministratori	72
1.9.1. <i>La responsabilità degli amministratori verso la società</i>	72
1.9.2. <i>La responsabilità degli amministratori per opportunità d'affari;</i>	76
1.9.3. <i>La responsabilità degli amministratori verso i creditori sociali</i>	78
1.9.4. <i>La responsabilità degli amministratori verso il singolo socio o terzi</i>	80
1.10 Gli amministratori nei modelli alternativi	82
1.10.1. <i>Gli amministratori nel modello dualistico: il consiglio di gestione</i>	82
1.10.2. <i>Gli amministratori nel modello monistico: il consiglio di amministrazione;</i>	85
CAPITOLO 2: IL CONTROLLO SULLA SOCIETÀ'	89
2.1 La nozione di assemblea: la costituzione e le maggioranze dell'assemblea ordinaria	89
2.2 Il conflitto di interessi del socio	92
2.3 I patti parasociali	94
2.4. Le partecipazione e le strutture formali di gruppo	97
2.5 L'attività di direzione e coordinamento	101
2.6 Le operazioni con parti correlate	107
2.7 La Governance dei gruppi aziendali	112
2.8 La separazione tra proprietà e controllo	117
2.9 Il conflitto e convergenza di interessi nei gruppi	121
2.10 Il modello italiano: i gruppi piramidali	124
CAPITOLO 3: ANALISI EMPIRICA DEL SEGMENTO BLUE CHIP	127
3.1 La Borsa Italiana: il segmento blue chip	131
3.2 La Social Network Analysis	133
3.3 Gli amministratori delle società blue chips	139
3.3.1. <i>I legami delle società attraverso i sindaci</i>	144
3.4 La rete delle società	152
3.4.1. <i>La coesione della rete</i>	152
3.4.2. <i>La centralità</i>	155

3.4.2.1. <i>La centralità del grado</i>	156
3.4.2.2. <i>La vicinanza</i>	163
3.4.2.3. <i>L'interposizione</i>	164
3.4.3. La ripartizione della rete	166
3.4.3.1. <i>I componenti e le clique</i>	166
3.5. L'analisi degli azionisti delle società blue chips	176
3.5.1 <i>L'elaborazione dei dati sull'azionariato</i>	176
3.5.2. <i>I patti parasociali delle società blue chips</i>	180
3.5.3. <i>Il flottante delle società</i>	201
3.5.4. <i>Il collegamento tra amministratori e azionisti</i>	204
3.5.4.1. <i>Gli amministratori di fiducia</i>	214
3.5.4.2. <i>Gli amministratori del "giro"</i>	217
3.5.4.3. <i>Gli amministratori indipendenti</i>	222
3.6 La composizione dei consigli di amministrazione	229
CONCLUSIONE	236
INDICE DELLE TABELLE	244
INDICE DELLE FIGURE	245
BIBLIOGRAFIA	246

INTRODUZIONE

La progressiva crescita di complessità dei sistemi aziendali, la globalizzazione dei mercati e l'osservazione di atteggiamenti non sempre improntati all'etica comportamentale richiedono una corretta corporate e governance all'interno delle aziende. Essa si riferisce alle relazioni tra i vari *attori* coinvolti e agli obiettivi per cui l'azienda è amministrata. Gli *attori* principali sono gli azionisti, il management e il consiglio di amministrazione. Le regole e i comportamenti di questi attori sono elementi decisivi al fine della trasparenza sulla gestione delle società e dei mercati. Infatti, nel corso della recente storia, sono frequenti i casi in cui:

- consigli di amministrazione composti da membri scelti esclusivamente da azionisti (in prevalenza di maggioranza) e management in base a condizioni di scambio politico, pronti a ratificare decisioni già perfezionate in altra sede ed a sottoscrivere verbali già predisposti;
- situazioni di significativa asimmetria informativo/comunicazionale, con messaggi veicolati all'esterno fortemente sintetici, poco chiari ovvero opportunamente manipolati;
- rapporti collusivi tra vertici di governo e istituti di credito, diretti a trasferire stati di rischio con clamore sugli operatori meno informati che venivano così a costituire l'anello più debole (spesso perdente) della catena¹.

Dal passato è opportuno trarre beneficio. In particolare, diffondere una *good governance* che parta dal consiglio di amministrazione passando dall'addetto alla logistica al magazziniere, all'addetto all'ufficio degli acquisti a quello del

¹ Daniela M. Salvioni, *Corporate Governance e responsabilità d'impresa*, Istituto di Economia d'Impresa, Università degli Studi di Milano – Bicocca.

personale e così via, innesta una creazione di cultura aziendale che rappresenta un tangibile valore che dura nel tempo in modo da rispondere compiutamente all'obiettivo dell'azienda di creazione di valore e di perdurare nel tempo.

Il consiglio di amministrazione gioca spesso un ruolo fondamentale nella corporate governance poiché ha la responsabilità di approvare le strategie organizzative, sviluppare una politica direzionale, assumere, supervisionare e remunerare i *senior manager*, nonché assicurare la responsabilità giuridica dell'organizzazione di fronte alle autorità. Pertanto esso può trasformarsi in un elemento destabilizzante della governance soprattutto se i consiglieri sono assunti perché fanno parte di una rete di conoscenze anziché per la loro professionalità e capacità di giudizio. In sostanza, sono nominati perché sono "del giro". Questo potrebbe comportare che le loro valutazioni di giudizio sulle capacità dell'impresa possono essere influenzate da interessi latenti compromettendo la capacità di giudizio autonomo. Gli interessi possono essere tanto personali e tanto riferirsi ad altri attori, soprattutto su alcuni azionisti. Infatti, non è difficile immaginare la situazione in cui un amministratore deve ratificare una decisione presa dai soci in altre sedi.

Al pari del consiglio di amministrazione, anche la struttura di gruppo può comportare, con maggior disinvoltura, operazioni che arrecano danni, non solo agli azionisti di minoranza, ma anche ai creditori sociali e a tutti gli stakeholders perché pongono in essere dei veri e propri conflitti di interesse. In altri termini, può accadere che l'azionista che detiene il potere di controllo in una società possa essere tentato di aumentare le asimmetrie informative e di rendere più opaca la trasparenza provocando un grave danno su tutti gli stakeholders. Ciò mina il consenso sociale causando l'incertezza sulla reale capacità di creazione di valore di medio - lungo periodo delle società o, quanto

meno, di non rendere competitive le stesse in ambito internazionale provocando un disinteresse da parte di investitori stranieri. In ultimo, una situazione come sopradescritta danneggia l'intero sistema poiché rende impossibile la scalata da parte di potenziali imprenditori che si ritengono in grado di valorizzare meglio le risorse e le competenze possedute dalle aziende e/o l'esclusione di persone più qualificate, producendo un'incapacità competitiva delle società e, in un estremo ragionamento, un declino del sistema economico. Quest'aspetto diventa più incisivo e allarmante se, addirittura, si arriva a considerare questi conflitti di interessi come appartenenti, ormai, al mondo in cui viviamo. Essi fanno parte di un modo di agire e di comportarsi riconosciuti e rispettati nei vari ambiti dell'economia, della finanza, del mercato, della politica ma anche nella società civile. La cosa più pericolosa è che, in molti casi, viene considerato un fatto in fondo normale. Conseguentemente studiarlo e circoscriverlo è quindi difficile, ma non per questo bisogna rinunciarvi².

L'intento della tesi è proprio quello di analizzare questo fenomeno su due piani. Il primo, il più trattato, è riferito al consiglio di amministrazione in quanto è l'organo al quale viene affidata la gestione della società; il secondo riguarda gli azionisti poiché essi nominano gli amministratori e hanno la proprietà e, anche se con delle nette differenze tra gli stessi, il controllo sulla società. Infatti, una corretta governance deriva dalla massimizzazione della tutela degli azionisti, siano essi in possesso della maggioranza delle partecipazioni azionarie o solamente di una quota minoritaria. Raggiungendo tale obiettivo, si può presumere che il consiglio non sia soggetto a conflitti di interessi in un'intensità

² Guido Rossi, *Il conflitto epidemico*, Adelphi, Milano, 2003, pagg. 14-15.

tale da inficiare l'autonomia decisionale. Nel caso contrario, si può mettere in evidenza una anomalia del sistema.

In particolare, si intende:

- evidenziare i conflitti di interessi caratterizzati dalla presenza dello stesso amministratore in più società;
- analizzare quantitativamente e qualitativamente i legami tra imprese attraverso i propri amministratori in altri consigli;
- spiegare se i suddetti conflitti possono essere collocati in stretta relazione con gli azionisti;
- rilevare l'intensità del fenomeno.

Prima di questo è opportuno descrivere gli aspetti caratterizzanti il consiglio di amministrazione, quali per esempio le sue funzioni, la nomina, il conflitto di interessi, etc. soprattutto alla luce delle diverse disposizioni normative e facoltative. Inoltre, è necessario anche delineare gli organi e gli strumenti che permettono un controllo sia formale che sostanziale sulla società.

A questo punto, non rimane che individuare quali imprese analizzare. Le società prese in considerazioni sono quelle che appartengono al segmento blue chip della Borsa Italiana per due ragioni precise. La prima è che questo segmento è composto da società quotate, quindi società che hanno rapporti continuativi con il mercato. Il secondo riguarda la loro capitalizzazione. Infatti, queste società hanno una struttura economica/finanziaria particolarmente solida e una capitalizzazione superiore a 1 miliardo di euro. Quindi, analizzare le società del segmento blue chip permette di prendere in considerazioni aziende di grandi dimensioni, dove si possono riscontrare sia l'influenza delle norme e dei codice di autodisciplina e sia gli effetti che eventualmente le partecipazioni tra società hanno sui consigli di amministrazione.

La tesi si articola in tre parti:

- la prima parte, costituita dal capitolo 1, è volta a descrivere un quadro generale sulla corporate e governance e gli aspetti peculiari del consiglio di amministrazione nei vari modelli di governance;
- la seconda, riguarda il capitolo 2, nella quale si illustra quali sono gli elementi per controllare una società: per esempio l'assemblea dei soci, i patti parasociali, le partecipazioni, etc;
- la terza parte, formata dal capitolo 3, espone l'analisi empirica delle società del segmento blue chip ponendo l'accento sui legami quali - quantitativi tra i consigli di amministrazione e sui rapporti tra azionisti e amministratori.

CAPITOLO 1: UNA VISIONE COMPLETA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

1.1. Un quadro di insieme: la corporate e governance

Il termine “Corporate e Governance” è un connubio tra due parole dove, in particolare la parola “Governance” ha una lunga storia. Infatti, essa deriva dalla radice latina “gubernare”, che significa “guidare” o “governare” come è facilmente intuibile. Essa viene utilizzata in Gran Bretagna sin dal XIV secolo per indicare saggezza e senso di responsabilità. La parola “Governance”, in definitiva, indica sia l’azione, sia il metodo di governo, ed è proprio in questo secondo significato che viene utilizzata con riferimento alle imprese.

Mentre l’unione delle due parole “Corporate” e “Governance” è di utilizzo relativamente recente e si fonda sull’analogia tra il governo degli enti locali e nazionali e il governo delle imprese. Si ritiene che il termine sia stato utilizzato per la prima volta per indicare “la struttura e il funzionamento della politica aziendale”.

Il termine “corporate governance” viene utilizzato diffusamente nel corso negli anni ottanta come pure nei primi anni del nuovo millennio dovuto al verificarsi di alcuni episodi³ che hanno spinto, ancora una volta, gli accademici e i rappresentanti del mondo politico ed economico a interrogarsi su quale sia il modello migliore di governo delle società industriali e degli intermediari finanziari.

³ Basti pensare alla bolla speculativa legata alla new economy e agli scandali finanziari di grandi imprese in vari paesi che hanno portata alla conseguenza più grave della perdita di fiducia dei risparmiatori e della collettività.

Infatti, una corretta governance deriva la massimizzazione della tutela degli azionisti, siano essi in possesso della maggioranza delle partecipazioni azionarie o solamente di una quota minoritaria.

Esso si riferisce a diversi ambiti della vita aziendale, in particolare può descrivere:

- i processi con cui le società sono dirette e controllate;
- le attività con cui si incoraggiano le aziende a seguire dei codici (linee guida di corporate governance);
- le tecniche di investimento basate sul possesso attivo (fondi di corporate governance);
- un campo dell'economia che studia i problemi che derivano dalla separazione della proprietà dal controllo.

Più in generale, la corporate governance è “intesa quale *sistema di regole*, esterne e interne, alle quali un’impresa fa riferimento per assicurare che la propria attività venga svolta con efficacia e trasparenza in un processo rivolto alla continua creazione di valore per la sopravvivenza del sistema-azienda nel più ampio sovra sistema ambientale⁴”. C’è da sottolineare, inoltre, che la corporate governance, soprattutto nel nostro paese, viene vissuta più come una risposta agli obblighi normativi che a una vera e consapevole cultura manageriale volta a migliorare le performance.

Le parti coinvolte nella corporate governance includono istituzioni statali (come la Consob), l'amministratore delegato (CEO, *Chief Executive Officer*), il consiglio di amministrazione, il management e gli azionisti. Altri *stakeholders* sono i dipendenti, fornitori, clienti, banche e altri creditori, controllori, l'ambiente e la società in generale.

⁴ Francesco De Luca , *Modelli internazionali di governo dell'impresa e performance aziendale: alcuni profili evolutivi*, Libreria dell'Università Editrice – Pescara. 2006, pag. 1

Nelle società, il principale (azionista) delega i poteri decisionali a un agente (manager) per operare negli interessi del principale. Questa separazione della proprietà dal controllo implica un'effettiva perdita di controllo degli azionisti sulle decisioni del management. In questa circostanza, per esempio, è utile introdurre tutti quegli strumenti che permettano, in linea di principio, di allineare le motivazioni del management a quelle degli azionisti, con l'obiettivo di limitare gli interessi personali dei manager.

Il consiglio di amministrazione gioca spesso un ruolo fondamentale nella corporate governance. Ha la responsabilità di approvare le strategie organizzative, sviluppare una politica direzionale, assumere, supervisionare e remunerare i *senior manager*, nonché assicurare la responsabilità giuridica dell'organizzazione di fronte alle autorità.

Un fattore chiave nella decisione di un singolo di partecipare ad una società (per esempio apportando capitale o lavoro) è avere fiducia che riceverà una giusta parte del risultato economico. Se alcune parti ricevono più del giusto (come per esempio una remunerazione eccessiva alla dirigenza⁵), i partecipanti potrebbero decidere di uscire, con la possibilità di un collasso organizzativo (come nel caso in cui gli azionisti ritirano il loro capitale). In definitiva si potrebbe considerare la corporate governance come lo strumento che mantiene un alto livello di fiducia tra gli *stakeholders*.

A fianco a questi aspetti c'è ne un altro diffuso soprattutto nei grandi fondi pensione⁶, ossia l'emanazione di principi sulla buona corporate governance. Infatti si ritiene che investimenti in società quotate che rispettino i principi

⁵ Si tenga in considerazione le polemiche e gli interventi che sono avvenute soprattutto negli Stati Uniti dopo la crisi del 2008 sulle remunerazioni dei top manager.

⁶ Esempi sono Calpers (fondo pensione Usa) e Hermes (società di gestione controllata interamente da un fondo pensione del Regno Unito).

stabiliti possano incrementare il valore degli investimenti azionari dei propri clienti nel lungo termine.

Questi principi possono riguardare l'onestà, la fiducia, l'apertura mentale, l'orientamento ai risultati, la responsabilità, il rispetto reciproco e l'impegno nella società. È importante che la direzione e il management sviluppino un modello di governance che allinei i valori dei vari partecipanti della società, e che provveda a un controllo periodico dell'efficienza del modello. In particolare, il *senior management* deve impegnarsi in maniera etica e onesta, soprattutto di fronte a conflitti di interesse reali o apparenti, e usando chiarezza nei report finanziari.

I più importanti principi di corporate governance sono:

- *Diritti e trattamento equo degli azionisti*: le società dovrebbero rispettare i diritti degli azionisti, e aiutarli ad esercitare questi diritti. Aiutare gli azionisti ad esercitare i propri diritti significa comunicare informazioni comprensibili e accessibili, e incoraggiarli a partecipare ai meeting.
- *Interessi degli altri stakeholders*: le società devono riconoscere che hanno impegni legali o di altro tipo nei confronti di tutti gli *stakeholders*.
- *Ruoli e responsabilità del consiglio*: il consiglio di amministrazione ha bisogno di una serie di capacità e conoscenze per essere in grado di fronteggiare le minacce del mercato, oltre all'abilità necessaria per controllare e stimolare le performance del management. Deve inoltre avere una dimensione adeguata, e raggiungere un livello di impegno tale da fronteggiare i propri obblighi e responsabilità. Spesso si discute su quale sia il rapporto adeguato tra consiglieri interni (*executive directors*) ed esterni (*non-executivedirectors*). In linea di principio, si ritiene che una *best practices* sia la separazione dei ruoli chiave di amministratore delegato e presidente, come si dirà in seguito;

- *Integrità e comportamento etico*: le società dovrebbero creare un *codice di condotta* per i manager e gli amministratori, che promuova processi decisionali etici e responsabili.
- *Chiarezza e trasparenza*: le società devono rendere chiari e conoscibili i ruoli e le responsabilità del Consiglio e del management, per fornire un adeguato livello di informazione agli azionisti. Occorre anche implementare procedure per la verifica e la salvaguardia della trasparenza dei report finanziari della società. La divulgazione di documenti riguardanti la società dovrebbe essere fatta al tempo giusto, e in modo che tutti gli investitori dispongano di un'informazione chiara e reale.

C'è da evidenziare che quando si parla di corporate governance non ci riferisce solo al governo dell'impresa e ai suoi principi, ma anche a un sistema di controlli che hanno l'obiettivo ridurre le inefficienze che nascono da situazioni avverse o potenzialmente pericolose.

Il sistema dei controlli, che possono essere interni ed esterni, è variamente articolato in funzione delle specifiche caratteristiche aziendali (contesto normativo entro cui il sistema è chiamato a operare, modello di governance adottato, dimensione, settore, ecc). Infatti, gli attori del sistema dei controlli sono assai numerosi: proprietà e top management⁷, i cosiddetti *regulators*⁸, il comitato per il controllo interno e il comitato per la remunerazione, il collegio sindacale⁹, la funzione di internal auditing¹⁰, la società di revisione (o il revisore contabile).

⁷ Essi sono impegnati nella definizione delle linee di indirizzo del controllo.

⁸ Borsa, Consob, Isvap, Antitust ecc.

⁹ A seconda dei modelli si avrà, invece, il consiglio di sorveglianza o il comitato per il controllo della gestione.

¹⁰ È un organismo di controllo al pari dei revisori esterni e dei sindaci ma con la differenza che esso è una funzione aziendale. Infatti è normalmente posta in staff all'Alta Direzione.

Tutti questi organismi sono tenuti a rispettare e a far rispettare quel sistema di regole che costituiscono la corporate governance dell'azienda. Principalmente le regole derivano dal Codice Civile (Titolo V – Delle società) il quale, dopo la riforma del 2003, permette alle società per azioni di optare tra tre diversi sistemi di governance: tradizionale, dualistico e monistico.

In aggiunta al Codice Civile e ad altre leggi¹¹, esistono veri e propri codici di corporate governance come, per esempio, il Codice di autodisciplina della Borsa Italiana S.p.A.

Molte sono le problematiche che toccano la governance nelle quali molte regole, studiosi e organi cercano di risolvere o quanto meno limitarne.

Tra questi abbiamo sicuramente il consiglio di amministrazione poiché, in esso, singole persone possono essere membri di consigli di amministrazione di più società aprendo possibilità di conflitti d'interessi.

Così pure i grandi gruppi aziendali che attraverso la struttura di gruppo possono comportare, con maggior disinvoltura, operazioni che arrecano danni, non solo agli azionisti di minoranza, ma anche ai creditori sociali e a tutti gli stakeholder perché pongono in essere dei veri e propri conflitti di interesse.

Addirittura si arriva a considerare questi conflitti di interessi come appartenenti, ormai, al mondo in cui viviamo. Essi fanno parte di un modo di agire e di comportarsi riconosciuti e rispettati nei vari ambiti dell'economia, della finanza, del mercato, della politica ma anche nella società civile. La cosa più pericolosa è che, in molti casi, viene considerato un fatto in fondo normale. Conseguentemente studiarlo e circoscriverlo è quindi difficile, ma non per questo bisogna rinunciarvi.

¹¹Ad esempio: il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria T.U.F..

Approfondire queste tematiche, non solo è utile per la corretta governance della società, ma anche per diffondere una serena fiducia nel mercato fra tutti gli stakeholder. Sappiamo benissimo le conseguenze che si subiscono in seguito a una perdita di consensi dell'impresa o, ancor peggio, nell'intero mercato. Questa semplice considerazione mette in luce che la corporate governance, non deve essere inteso come un gioco domenicale per soddisfare l'intelletto o scaricare la tensione, ma come un elemento quotidiano necessario per proiettare le aziende e il mercato alla creazione di valore di medio-lungo periodo. Solo in questo modo si può creare soddisfazione e consenso tra tutti i stakeholder.

1.2. Il consiglio di amministrazione

1.2.1. Le funzioni del consiglio di amministrazione

In una società per azioni la funzione di governo economico è suddivisa tra i differenti organi rappresentativi degli interessi di diversi stakeholders, ciascuno con la propria funzione. Esempio sono l'assemblea degli azionisti, il consiglio di amministrazione, il collegio sindacale, l'assemblea degli obbligazionisti ecc. Tra questi l'organo che riveste un ruolo centrale nel processo di corporate governance è il consiglio di amministrazione¹², al quale viene affidata dall'assemblea degli azionisti la gestione dell'impresa e il diritto di compiere tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale come espressamente previsto dall'art. 2380-bis c.c.. Questo impernante potere di gestione rimane anche quando i consiglieri delegano al top manager determinati aspetti dell'amministrazione ordinaria. In particolare, come previsto dall'art. 2381 c.c., il consiglio di amministrazione in ogni caso:

- mantiene il dovere di terminare il contenuto, i limiti e le eventuali modalità di esercizio della delega;
- può avocare a sé operazioni rientranti nella delega;
- valuta, sulla base delle informazioni ricevute, l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società;
- esamina i piani strategici, industriali e finanziari della società;
- valuta, sulla base della relazione degli organi delegati, il generale andamento della gestione.

¹²Esistono delle differenziazioni in relazione al modello di governance scelto dalla società. Per esempio, la competenza di nomina dell'organo di amministrazione. Nei successivi paragrafi saranno spiegati in dettaglio queste differenze.

In sintesi, il consiglio di amministrazione deve occuparsi di un vasto insieme di attività se non vuole incorrere nella sfiducia degli azionisti o nelle pene previste dalla legge. Si potrebbe ricondurre le attività del consiglio a tre funzioni: la funzione strategica, la funzione di controllo e la funzione di gestione dell'ambiente¹³.

Per quanto riguarda la funzione strategica consiste nell'indirizzare e nel contribuire al processo di formulazione della strategia. Ciò può avvenire in diversi modi: il consiglio definisce i fini delle politiche di fondo che l'impresa deve seguire lasciando poi al management il compito di elaborare dettagliatamente le strategie oppure può intervenire direttamente nella conduzione dell'impresa contribuendo a determinare la strategia a livello di corporate o di area d'affari. Inoltre si potrebbe considerare che il processo decisionale strategico combina, o dovrebbe combinare, sia un approccio *top-down* e sia un approccio *bottom-up* a seconda delle circostanze che l'impresa si trova. In particolare, il consiglio:

- definisce e verifica criticamente l'orientamento strategico di fondo dell'impresa;
- valuta le proposte strategiche avanzate dal management; suggerisce modifiche, marginali o sostanziali, ai piani che gli vengono sottoposti;
- incoraggia il top management a perseguire con determinazione la realizzazione della strategia;
- esercita un'influenza determinante sul processo di selezione dei consiglieri di amministrazione.

Inoltre, il consiglio di amministrazione ha la funzione di controllo. Essa ha come principale obiettivo quello di salvaguardare l'interesse degli azionisti o

¹³ Zattoni Alessandro, *Collana Management - volume 10: Corporate e Governance*, Università Bocconi Editore, Milano, 2006.

più auspicabile di presiedere al conseguimento e al contemperamento degli interessi di tutti gli stakeholders. In quest'ottica, il consiglio svolge una funzione di monitoraggio dell'alta direzione con lo scopo di prevenire o sanzionare eventuali abusi da parte della stessa. Più precisamente:

- sovrintende all'efficacia del reporting interno;
- valuta i principali risultati conseguiti dall'impresa;
- verifica la bontà delle decisioni prese dai principali dirigenti;
- determina la loro remunerazione;
- assicura il rispetto delle norme e delle regole vigenti.

Infine il consiglio di amministrazione ha la funzione di gestione dell'ambiente, la quale consiste nell'instaurare e nel gestire i rapporti tra l'impresa e i soggetti esterni a essa. In genere tale funzione viene realizzata cooptando all'interno del consiglio di amministrazione i rappresentanti di alcuni istituti esterni. La loro nomina come consiglieri ha come obiettivo di acquisire le informazioni e le risorse o di ottenere supporto e legittimazione che sono necessari all'impresa per conseguire il proprio oggetto sociale.

Nella realtà tutti i consigli di amministrazione svolgono queste tre funzioni, anche se il peso a esse assegnato varia da impresa a impresa. Non solo ma anche all'interno della stessa impresa, il peso delle funzioni muta a seconda dell'evolvere di varie circostanze interne ed esterne della stessa.

Tuttavia le funzioni del consiglio di amministrazione non si esauriscono a quelle precedentemente illustrate. Esso ha il compito di controllare l'operato del top management e di instaurare una buona relazione con gli stakeholders.

Nel primo caso, il consiglio deve verificare il comportamento e i risultati ottenuti dal top management. Ciò può avvenire introducendo sistemi di controllo interno per valutare periodicamente (sia *ex-ante* che *ex-post*) la performance

conseguita dall'impresa con riferimento agli obiettivi di breve e di medio-lungo periodo oppure sistemi valutazione dei top manager per valutare criticamente il contributo fornito dai top manager alla performance aziendale e, in casi più gravi, deve provvedere alla sostituzione di alcuni membri del team di vertice¹⁴.

Oltre ai top manager, il consiglio di amministrazione ha il compito di gestire la relazione tra l'impresa e i suoi principali stakeholders. Il consiglio ha come principali interlocutori gli azionisti ai quali ha dei doveri fiduciari di corretta gestione. Per ottenere questo, esso deve organizzare incontri periodici con la comunità finanziari al fine di presentare i risultati conseguiti e il piano strategico. Non esistono solo grandi investitori¹⁵ che apportano capitale di rischio all'impresa ma anche piccoli risparmiatori. Poiché quest'ultimi non hanno, o non riescono, ad avere un confronto aperto con i manager allora c'è bisogno che il consiglio di amministrazione riduca quella asimmetria informativa attraverso l'*annual report* e le informazioni pubblicate sul sito internet. Tuttavia, il consiglio non può limitarsi a gestire la relazione con gli azionisti (grandi e piccoli) ma deve cercare di venire incontro alle esigenze di tutti gli stakeholders dell'impresa: i dipendenti, i clienti, i fornitori, gli istituti creditizi, lo Stato etc. Eppur vero che gli amministratori hanno doveri fiduciari solo nei confronti degli azionisti ma devono comunque gestire in modo equo e corretto la relazione con gli altri stakeholders soprattutto in una visione di creazione del valore di medio-lungo periodo. A tal fine gli amministratori possono nominare al loro interno rappresentanti di quei portatori di interessi, creare un comitato per la tutela dell'ambiente, redigere un bilancio sociale e/o

¹⁴ Per esempio: il consiglio di amministrazione per cercare di allineare gli interessi dei manager a quelli degli azionisti può introdurre dei piani di incentivazione azionaria che colleghino la retribuzione percepita dai dirigenti al valore delle azioni dell'impresa.

¹⁵ I grandi investitori hanno una notevole rappresentanza dell'assemblea degli azionisti.

rapporti di partnership con i principale fornitori e clienti dell'impresa e così via.

Inoltre poiché il consiglio di amministrazione svolge anche una funzione di legittimazione dell'impresa presso l'ambiente esterno economico e politico può cooptare al suo interno personalità di grande fama per aumentare la sua reputazione e quella dell'impresa oppure può selezionare imprenditori o amministratori delegati che sono inseriti in un vasto network di relazioni per potervi avere accesso. Proprio questo punto, però, potrebbe fare emergere dei conflitti di interessi tali da ottenere una reazione contraria a quella voluta¹⁶. Tuttavia quest'ultima accezione del problema non viene ancora fortemente sentita dalla comunità economica e sociale.

1.2.2. La relazione tra le caratteristiche del consiglio di amministrazione e la performance aziendale

Gli studi empirici sull'efficacia del consiglio di amministrazione possono esser suddivisi in due classi:

- Un primo gruppo di studi ha analizzato la relazione tra composizione del consiglio e alcune attività che esso svolge;
- Il secondo gruppo di studi analizza direttamente la relazione tra composizione del consiglio e la performance aziendale.

In riferimento al primo gruppo c'è da mettere in evidenza quali siano le attività prese in considerazione. Quest'ultime sono: la sostituzione dell'amministratore delegato, le scalate ostili, l'introduzione di clausole antiscalata e la retribuzione dell'amministratore delegato. Questa classe di studi ha mostrato, che la

¹⁶ Proprio questo network di amministratori verrà analizzato in un apposito capitolo relativamente alle società per azioni appartenente al segmento blue chip della Borsa Italiana.

composizione del consiglio (la proporzione di amministratore interni rispetto a quelli esterni, oppure dimensioni grandi o più piccole del consiglio) esercita un'influenza rilevante su queste attività che lo stesso consiglio svolge.

Per quanto riguarda gli studi empirici sulla relazione tra la composizione del consiglio di amministrazione e la performance aziendale, essi hanno prodotto risultati un po' sorprendenti. Infatti, gli studi indicano che la performance dell'impresa non è influenzata dalla composizione del consiglio ed è inversamente correlata alla sua dimensione. Questa evidenza è chiaramente in contrasto con le indicazioni che provengono da numeri studiosi di management e con il contenuto dei codici di autodisciplina, i quali suggeriscono di incrementare il numero di consiglieri esterni indipendenti al fine di favorire una corretta corporate governance. Tale divergenza tra teoria e evidenza empirica può essere spiegato considerando alcuni problemi metodologici che possono avere inficiato i risultati ottenuti da questi studi. In particolare:

- si deve considerare che la performance aziendale è influenzata da numerose variabili interne ed esterne all'impresa. Di conseguenza qualsiasi tentativo di identificare una forte correlazione tra una variabile e la performance rischia di fornire risultati poco significativi, se non addirittura casuali;
- inoltre numerose imprese considerano come indipendenti consiglieri che non lo sono affatto, perché, ad esempio, hanno una forte relazione personale con l'amministratore delegato o con alcuni azionisti di riferimento della società;
- in aggiunta, tali studi si limitano a misurare il numero di consiglieri indipendenti, senza valutarne se essi hanno le competenze per

contribuire attivamente alla creazione di valore o se la struttura del consiglio e le dinamiche che avvengono al suo interno consentono a essi di fornire un contributo concreto al processo decisionale.

Con questo non si vuole ritenere che i risultati degli studi empirici rappresentino carta straccia ma solo che, come qualsiasi altro studio, bisogna sempre tenere presente la metodologia seguita in modo da riuscire a comprendere il legame che c'è tra l'obiettivo della ricerca con il suo risultato.

1.2.3. Le possibili configurazioni del consiglio di amministrazione

Negli anni passati, in particolare prima degli anni novanta, il consiglio di amministrazione sostanzialmente aveva un ruolo puramente formale che consisteva nella ratifica di decisioni prese da altre persone in altre sedi. Una situazione strana poiché gli amministratori si assumono grandi responsabilità dei confronti dell'impresa e degli azionisti.

Oggi, il consiglio di amministrazione, soprattutto quello relativo ad imprese che accedono al pubblico risparmio, ha una maggiore efficacia decisionale e una maggiore responsabilità nei confronti degli stakeholders dell'azienda. Ciò ha portato ad un insieme di principi e di regole volti a creare un consiglio di amministrazione più efficace. I principi e le regole hanno tutti l'obiettivo:

- di rendere più efficace il lavoro del consiglio attraverso la selezione delle persone più adatte (per numero e competenze) a partecipare alle riunioni di tale organo;
- l'attribuzione ai consiglieri del ruolo e degli incarichi che meglio si adattano alle loro competenze e alla loro personalità;

- la definizione di un insieme di routine organizzative che agevolino la creazione e il mantenimento di un fattivo spirito di gruppo.

Tutto ciò è spinto dalla convinzione che un dialogo costruttivo all'interno del gruppo di lavoro composto da persone competenti e responsabili possa contribuire a migliorare la visione di lungo periodo e la strategia dell'impresa, spingere il top management e l'intera azienda verso un comportamento efficiente ed eticamente corretto, contribuire ad aggregare le risorse e le competenze necessarie per lo sviluppo di lungo termine dell'impresa.

Gli studi di economia aziendale riconducono la composizione del consiglio di amministrazione a tre variabili: il numero delle persone che vi partecipano, il rapporto tra consiglieri interni ed esterni all'impresa e il mix di competenze e di conoscenze che si desidera avere al suo interno. C'è da evidenziare che gli studi condotti hanno dimostrato che un eccessivo numero di consiglieri impedisce la formazione di un gruppo di lavoro coeso di persone, un preponderante numero di persone legate all'impresa o ai suoi vertici inibisce la formazione di un giudizio oggettivo da parte del consiglio, e l'assenza di competenze critiche al suo interno rende non del tutto efficace il contributo fornito all'azienda.

Per quanto riguarda la prima variabile ossia il numero di consiglieri si ritiene¹⁷ che un'impresa di grandi dimensioni dovrebbe avere tra 8 e 15 unità. Infatti, un consiglio composto da meno di 8 persone non dispone di un numero di consiglieri esterni sufficienti per formare i vari sottocomitati¹⁸ che esso deve creare al suo interno, mentre un numero di consiglieri superiori a 15, considerando i vincoli di tempo che caratterizzano gli incontri di tale organi, rischia di rendere non produttivo il dibattito.

¹⁷ Ovviamente non c'è una regola matematica che permetta di stabilire con esattezza il numero ideale di consiglieri in una società.

¹⁸ Per esempio i sottocomitati di nomina, di retribuzione e di auditing.

In riferimento al rapporto tra consiglieri interni e esterni, anche qui non c'è un numero ottimale. Molte volte, anzi, ciò dipende dalle convinzioni personali, dalle esperienze dirette o dagli studi di quelle persone che trattano di questo tema. Di certo, il corretto mix tra le due categorie di consiglieri deve essere attentamente ricercato con l'obiettivo di contemperare due esigenze parzialmente contrastanti: l'indipendenza e la competenza giudizio espresso dai consigliere.

Infine, un'altra variabile in tema di composizione del consiglio di amministrazione è il mix di competenze ed esperienze che tale organo deve possedere. Il processo di selezione dei consiglieri deve avere come obiettivo quello di valutare il mix di competenze e esperienze necessarie per il corretto funzionamento del consiglio. Ciò si ottiene confrontando quelle presenti all'interno dell'organo e cercando di colmare l'eventuale gap mediante la nomina di persone che possiedono caratteristiche non presidiate e complementari a quelle già presente. Ecco perché il processo deve essere governato da un apposito organo (*nomination committee*) il quale ha la responsabilità di far sì che il consiglio possieda in ogni momento il giusto mix di competenze ed esperienze necessario per la piena realizzazione delle funzioni ad esso attribuite. In particolare, tale comitato deve evitare che solo poche persone abbiano competenze utili o una significativa esperienze del settore di riferimento dell'impresa perché altrimenti la gestione della società potrebbe essere monopolizzata da solo queste persone.

1.2.4. La struttura del consiglio di amministrazione

Un volta nominato il gruppo di persone da inserire nel consiglio di amministrazione occorre definire i ruoli e i compiti che spettano a ciascun consigliere.

Il primo passo è decidere se separare o mantenere unito il ruolo di presidente e di amministratore delegato. La situazione può essere vista in due modi. La prima sostiene che il ruolo di amministratore delegato e quello del presidente siano incompatibili tra loro e quindi debbano essere separata. In particolare si ritiene che l'amministratore delegato, che è il manager più importante dell'impresa, ha il compito di amministrare l'azienda nel modo più efficiente possibile, mentre il presidente, che dovrebbe essere un consigliere indipendente, ha il compito di gestire e coordinare i lavori del consiglio. Secondo l'altro punto di vista, questa soluzione rischierebbe di creare più problemi di quanti non ne risolva ossia la nomina di un consigliere esterno nel ruolo di presidente può creare confusioni di ruoli e portare a un'aperta rivalità tra le due figure che dominano il consiglio. Anche in questo caso, non esiste una formula unica valida per tutte le imprese.

Gli studiosi consigliano di separare il ruolo di presidente da quello di amministratore delegato o, se questo non sia possibile, di nominare un consigliere esterno attribuendogli la qualifica di *lead director*. Quest'ultimo ha il compito di presiedere le riunioni dei consiglieri esterni, condurre la valutazione dell'amministratore delegato e discutere con il presidente la struttura e il funzionamento del consiglio e quindi catalizzare certe tensioni presenti nel consiglio su di lui. Tuttavia non mancano delle critiche a questa impostazione. Infatti, la nomina di un *lead director* spingerebbe

L'amministratore delegato a discutere con tale persona tutti gli argomenti che deve sottoporre al consiglio, con l'inevitabile conseguenza di comportare un'ulteriore perdita di tempo per l'amministratore e di creare maggiore distanza tra il massimo esponente del top management e i consiglieri non esecutivi. Inoltre, l'attribuzione a un singolo consigliere della responsabilità su argomenti della massima importanza per l'intero consiglio rischia di delegittimare e di deresponsabilizzare gli altri consiglieri.

La struttura del consiglio di amministrazione può anche prevedere la costituzione di sottocomitati a cui delegare l'analisi e la formulazione di proposte alternative in merito a un particolare problema. I sottocomitati hanno avuto sempre una maggiore importanza come risposta alle crescenti responsabilità che gli vengono attribuite dalla normativa e dai codici di autodisciplina. La composizione di questi comitati è, prevalentemente o totalmente, composto da consiglieri esterni indipendenti aventi l'esperienza e le competenze necessarie per affrontare con padronanza gli argomenti di competenza del comitato.

I più diffusi sottocomitati creati dai consigli di amministrazione sono:

- il *nomination committee* ossia il comitato sulle nomine che si occupa, appunto, della definizione della dimensione e della composizione ottimale del consiglio, la valutazione della sua efficacia e l'analisi del gap esistente tra le competenze che sono presenti e quelle che dovrebbero essere presenti;
- l'*audit committee* (il comitato di controllo) che ha il compito di monitorare i meccanismi di controllo interno ed esterno dell'impresa. In particolare, si occupa di verificare l'adeguatezza dei meccanismi di controllo economico e finanziario, l'efficacia del lavoro svolto da revisori

esterni e dagli auditor interni, il rispetto della normativa da parte dell'impresa, fino a arrivare a includere la valutazione delle responsabilità ambientali e la revisione del codice etico aziendale;

- il *compensation committee* ossia il comitato sulle retribuzioni il quale si occupa di determinare l'ammontare complessivo della retribuzione del top management e la sua composizione in termini di stipendio base, incentivi a breve medio-lungo termine;
- l'*executive committee* (il comitato esecutivo) che è prevalentemente costituito da manager dell'impresa, tra cui anche l'amministratore delegato, e ha il compito di contribuire attivamente alla formulazione e alla costituzione della strategia aziendale;
- altri comitati tra i quali: il *corporate governance committee* che ha il compito di valutare periodicamente l'efficacia del consiglio e dei suoi comitati, il *compliance committee* che ha la responsabilità di verificare il rispetto della normativa ambientale e sulla sicurezza.

Inoltre, in alcuni casi le imprese possono creare dei comitati temporanei che hanno il compito di risolvere specifici problemi che il consiglio si trova a fronteggiare in un dato momento.

C'è da sottolineare che la semplice creazione di sottocomitati non è sufficiente a garantire un loro comportamento efficace. Senza presunzione di completezza, uno dei motivi può essere che un numero eccessivo di sottocomitati creino troppo sovrapposizioni tra il loro ruolo e quello del consiglio ma soprattutto si rischia di svuotare le responsabilità del consiglio stesso.

Bisogna, infine , ricordare che il consiglio per svolgere nel miglior modo il proprio compito non è sufficiente nominare le persone con le competenze adeguate a ricoprire il ruolo e cercare un'efficace struttura interna del

consiglio. Infatti, è anche necessario istituzionalizzare le routine organizzative che consentano ai consiglieri di disporre delle informazioni e del tempo necessari per svolgere con responsabilità le mansioni loro affidate e incentivino l'intero consiglio a valutare il proprio operato.

Volutamente questi temi non saranno approfonditi per dare, già da subito, risalto alla disciplina del consiglio di amministrazione nei diversi modelli di governance previsti dal nostro diritto societario.

1.3. I modelli di governance: tradizionale, dualistico e monistico

Nel quadro di insieme, si è accennato al fatto che una delle problematiche della corporate e governance è il consiglio di amministrazione il quale, con la moderna disciplina, ha una indiscutibile centralità nella gestione delle società. A questa ci si aggiunge l'esigenza di un sistema di controlli, interni ed esterni, volti a impedire che la gestione non sia condotta nell'interesse della società o dei suoi soci, oppure ad arricchire gli stessi gestori o i soci di controllo a danno della platea degli azionisti minori. C'è da dire che il nostro legislatore, nella ricerca di questo equilibrio, ha dettato le regole di base, sempre più severe e di carattere imperativo al crescere delle dimensioni e dell'apertura della compagine sociale, ma anche ha lasciato spazio all'autonomia statutaria nella convinzione che il mercato e gli stakeholders siano, in definitiva, a dover giudicare della correttezza dell'assetto di governo societario di cui ogni impresa si dota.

In quest'ottica occorre conoscere quali siano i principali sistemi di governance che il legislatore mette a disposizione. Infatti, una delle principali innovazioni della riforma del 2003¹⁹ in tema di modelli di governance nell'ambito delle società per azioni è quella che ha permesso alle società italiane di poter optare sistemi di amministrazione e controllo diversi da quello "tradizionale". Tra le intenzioni della riforma era di dare maggiori strumenti di crescita e di flessibilità alle società, di armonizzare i diversi modelli adottati nell'Unione Europea²⁰ e di incentivare gli imprenditori di allocare le proprie attività produttive nel nostro paese; in definitiva di ringiovanire il nostro ordinamento giuridico sulle società che da molti anni attendeva.

¹⁹ D.Lgs. n. 6 del 2003 in attuazione della Legge Delega n. 366/2001.

²⁰ Si può ritenere che la previsione normativa Italiana non rappresenta l'esatta trasposizione dei modelli governo delle società internazionali.

Il Codice Civile stabilisce, infatti, al nuovo art. 2380, al secondo comma, “*lo statuto può adottare per l’amministrazione e per il controllo della società il sistema*” *dualistico o monistico*²¹. Precedentemente, al primo comma, l’art. indica che “*se lo statuto non dispone diversamente, l’amministrazione e il controllo della società sono regolati*” dal modello tradizionale.

Il nostro ordinamento consente dunque di scegliere tre modelli di governance nuovi o profondamente modificati. Inoltre, il legislatore ha inteso sancire la centralità del sistema tradizione, elevandolo a modello di default in cui le disposizioni sono sicuramente applicabili laddove le parti non stabiliscano diversamente ossia mancando una esplicita indicazione nello statuto di volere optare per un modello alternativo. Quindi, attualmente, le società per azioni possono optare tre sistemi di amministrazione e controllo, in particolare²²:

- *Tradizionale*: dove l’organo esecutivo è affidato al Consiglio di amministrazione o all’Amministratore unico. Il controllo legale al Collegio sindacale;
- *Dualistico* (di ispirazione tedesca): L’amministrazione è esercita da un Consiglio di gestione nominato da un Consiglio di sorveglianza il quale svolge compiti di controllo legale;
- *Monocratico* (di ispirazione anglosassone): l’amministrazione della società è affidata al Consiglio di amministrazione, mentre il controllo legale è esercitato al suo interno da un Comitato per il controllo di gestione .

In questi tre sistemi di governance è previsto un controllo contabile esterno eseguito dal Revisore o dalla Società di revisione.

²¹ Dualistico si riferisce al paragrafo 5 e il monistico al paragrafo 6 del Codice Civile - Titolo V – Sezione VIbis.

²² In tutte e tre i diversi modelli di governance esiste un’assemblea dei soci.

Aldilà del modello prescelto, sicuramente, in una società per azioni un conflitto di interessi si può verificare soprattutto negli amministratori in quanto a loro compete la gestione al fine del conseguimento dell'oggetto sociale. Ecco perché la riforma del diritto societario riconosce in pieno l'importanza di tale organo²³ mettendo in luce la distinzione di ruoli che pure all'interno del consiglio deve farsi tra chi effettivamente gestisce e chi invece non ha ruoli esecutivi.

L'ampliamento dei poteri e delle competenze corrisponde una più puntuale ed equilibrata disciplina dei doveri e delle responsabilità, nonché, come si vedrà di seguito, tiene conto dei concreti assetti di potere all'interno del consiglio. Così allo stesso tempo si incentiva tutti gli amministratori ad agire in modo attivo ed informato, nell'ambito di un sistema di monitoraggio generale teso a garantire la correttezza della gestione dell'impresa sociale.

Proprio tenendo conto di questi elementi, successivamente vengono descritti la morfologia e il funzionamento del consiglio di amministrazione e inoltre tutti quelli aspetti patologici come il conflitto di interessi e la disciplina della responsabilità degli amministratori. In questo modo si ha una chiara visione globale del consiglio di amministrazione.

Concludendo, oggi le imprese hanno una più ampia possibilità di progettare strutture di amministrazione e di controllo efficaci volte a soddisfare le specifiche esigenze che siano quella della duratura economica dell'impresa e non del soddisfacimento di alcuni interessi particolari. In ogni caso non si deve ritenere che i tre modelli di governance conducano a prospettare l'ipotesi di un consiglio di amministrazione ideale a cui tutte le imprese devono uniformarsi poiché le caratteristiche del consiglio sono influenzate da numerose variabili (personalità dell'amministratore delegato, la performance conseguita

²³ La gestione dell'impresa spetta *esclusivamente agli amministratori* (art. 2380bis).

dall'impresa, la complessità della gestione aziendale etc.) e dall'elevata dinamicità dell'ambiente esterno. Di conseguenza dovrebbero essere i consiglieri, ogni anno, a valutare le caratteristiche del consiglio e l'adeguatezza del loro operato. Questa valutazione periodica è particolarmente importante perché ha lo scopo di spingere tutti i consiglieri a contribuire al miglioramento del consiglio. Di certo, tutto ciò è vano se all'interno delle società girino gli stessi amministratori almeno che quest'ultimi godono di una elevata professionalità. Però, per la legge dei grandi numeri, ci saranno alcuni che non saranno nominati per questa caratteristica, allora il problema di dare una maggiore trasparenza e una corretta governance all'interno del consiglio di amministratore non sarà risolto. Conseguentemente, le performance aziendali non discendono da corretti sistemi di gestione ma, essenzialmente, da reti di conoscenze utili a portare l'azienda ha risultati maggiori. Ma, in questo caso, i giochi sono a somma zero. Se c'è chi vince stando nelle zone d'ombra, c'è anche chi perde perché è fuori dal giro.

In linea teorica, sicuramente, un processo di valutazione sull'operato del consiglio di amministrazione e la definizione di proposte di cambiamento possono avvenire in modo più efficiente qualora i consiglieri definiscano in anticipo regole e principi che sintetizzano la loro visione in merito alla corretta composizione e al corretto funzionamento del consiglio.

Per una migliore argomentazione si inizia a trattare il consiglio di amministrazione nel modello tradizionale e successivamente in parti separate nel modello dualistico e monistico. Poiché il regime degli amministratori è trasversale a tutti e tre i modelli di governo societari, tranne quelle differenze naturali dovuti dalla configurazione dei diversi sistemi, il modello dualistico e quello monistico verranno trattati in breve.

1.4. Gli amministratori nel modello tradizionale: il consiglio di amministrazione

1.4.1. Nomina degli amministratori

L'art. 2383 c.c. dice chiaramente che la nomina degli amministratori è di competenza esclusiva dell'assemblea ordinaria. La disposizione è finalizzata al rispetto del principio di collegialità e ha ovviamente un carattere imperativo. Pertanto non sono lecite nomine effettuate da parte di singoli soci o gruppi di soci mentre è ammessa la nomina fatta per effetto di un patto parasociale, purché venga rispettata la competenza formale dell'assemblea e che l'effettiva votazione avvenga in tale sede.

In particolare, la nomina degli amministratori delle società quotate viene regolata anche dal Codice di autodisciplina²⁴ adottato da Borsa Italiana S.p.A. nel marzo 2006, secondo il quale questa avviene con un procedimento trasparente tale da garantire la tempestiva e adeguata informazione sulle caratteristiche personali e professionali dei candidati²⁵.

La nomina degli amministratori è compito dell'assemblea ordinaria²⁶ la quale richiede un *quorum costitutivo* ed uno *deliberativo*. Il *quorum costitutivo* si ha quando in assemblea intervengono, in prima convocazione, tanti soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale²⁷. La deliberazione avviene a maggioranza assoluta, salvo che lo statuto preveda una maggioranza più

²⁴ E' frutto di uno studio specifico delle società quotate e l'adesione al codice è volontaria, potendo anche essere limitata ad alcune parti dello stesso. Per le società non quotate, il codice rappresenta il miglior esempio delle *best practices* di corporate governance.

²⁵ Comitato per la Corporate Governance della Borsa Italiana, *Codice di autodisciplina*, 1° edizione Marzo 2006, Pag. 31.

²⁶ E' da tenere presente che il criterio generale della competenza di nomina degli amministratori da parte dell'assemblea ordinaria non trova applicazione in alcuni casi: per i primi amministratori, nel caso di cooptazione, costituzione della società per pubblica sottoscrizione, casi di gravi irregolarità, o di attribuzione a classi o categorie di azioni speciali e infine, se lo statuto lo prevede, per quanto riguarda la nomina di un membro indipendente o società sia partecipata dallo Stato o enti pubblici.

²⁷ Sono escluse dal computo le azioni prive del diritto di voto in assemblea ordinaria.

elevata. In seconda convocazione, invece, l'assemblea delibera a maggioranza assoluta qualunque sia la frazione di capitale sociale presente in assemblea. È da sottolineare che la nomina delle cariche sociali²⁸ rientra tra quelle deliberazione per cui lo statuto non può richiedere maggioranze più elevate per le assemblee successive alla prima²⁹. Di conseguenza, è esclusa la possibilità di nomina degli amministratori venga attribuita alla competenza dell'assemblea straordinaria. In sintesi, in materia di nomina degli amministratori vige il principio maggioritario.

Il principio maggioritario permette al socio o ai soci che detengono la maggioranza assoluta dei voti esercitabili in assemblea, il diritto di nominare tutti gli amministratori (regola generale). E' chiaro che la facoltà o meglio il diritto veto della nomina degli amministratori, in pratica, è affidata alla proprietà della società. Forse proprio per questo, come esposto all'introduzione, si può privilegiare più un amministratore che faccia parte del "giro" rispetto alla sua professionalità; forse è un fatto di fiducia.

Comunque la regola generale, entro certi limiti, può essere derogabile dallo statuto. Un esempio di clausola derogatoria è rappresentato dal voto di lista³⁰. Questo metodo permette ai soci di minoranza di eleggere un numero di consiglieri proporzionale ai voti espressi. Ciò sicuramente ha la conseguenza di limitare il concetto espresso precedentemente sul "giro" degli amministratori in quanto permette ai soci di minoranza di essere, in qualche modo, rappresentati nel consiglio. Di certo, la situazione non cambia se anche questi amministratori di fiducia degli azionisti di minoranza ma almeno nel consiglio sono rappresentati tutti gli interessi in gioco.

²⁸ Così anche l'approvazione del bilancio.

²⁹ Art. 2369 comma 4 c.c.

³⁰ Un altro esempio è la clausola derogatoria che prevede quali amministratori debbano venire nominati in caso di parità di voti.

Inoltre la modalità della votazione è diversa a seconda che si tratti di società non quotate o società quotate. Per le prime, non è assolutamente ammissibile il voto segreto. Le motivazioni sono, per esempio, l'impossibilità di individuare la direzione del voto espresso dai soci in conflitto di interesse³¹ e inoltre l'impossibilità di identificare nella delibera di nomina degli amministratori quali siano i soci favorevoli, assenti, astenuti e dissenzienti.

Differente è la disciplina per quanto riguarda le società quotate. Infatti la norma³² dispone che per le elezioni delle cariche sociali le votazioni debbano sempre svolgersi con scrutinio segreto. Altresì precisa che almeno uno dei membri del consiglio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo con la lista risultata prima per numero di voti³³. C'è da evidenziare, come lo stesso Codice di autodisciplina della Borsa Italiana S.p.A. nell'art. 6 (*nomina degli amministratori*) e precisamente tra i commenti, ritiene che pur vigendo il scrutinio segreto per le modalità di votazione per la nomina degli amministratori, il presidente dell'assemblea possa segnalare agli azionisti presenti che essi hanno la facoltà di dichiarare il proprio voto al fine di rendere il procedimento assembleare più trasparente e funzionale. Lo stesso comitato ritiene, inoltre, auspicabile che gli azionisti qualificati³⁴ dichiarino spontaneamente il loro voto nelle assemblee chiamate ad eleggere gli amministratori.

³¹ Conseguentemente l'impossibilità di impugnare la delibera.

³² Art. 147 ter TUF, disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari.

³³ Al fine di assicurare la nomina dell'amministratore di minoranza, evitando nel contempo la presentazione di liste di mero disturbo, è stato attribuito alla Consob il potere di determinare con regolamento la quota minima di partecipazione necessaria per la presentazione delle liste, al fine anche di differenziarla in ragione delle caratteristiche delle società.

³⁴ Tra i quali rientrano in questa categoria quelli di controllo e gli investitori istituzionali.

Infine, c'è da aggiungere, che il rapporto di amministrazione non nasce con la nomina, ma con l'accettazione della stessa³⁵. Inoltre gli amministratori devono richiedere, entro trenta giorni dalla nomina, l'iscrizione nel registro delle imprese. Da questo momento, le cause di nullità o annullabilità della nomina non sono opponibili ai terzi, salvo che la società non provi che questi ne fossero a conoscenza.

1.4.2. Durata dell'incarico e rieleggibilità

Sia la durata dell'incarico e sia la rieleggibilità degli amministratori, sono disciplinati dall'art. 2383 c.c. il quale indica che essi non possono essere nominati per un periodo superiore a tre esercizi (non derogabile in aumento) e scadono alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio della loro carica. Tuttavia, la norma si riferisce alla durata del mandato e non al soggetto che lo ricopre, essendo per questi possibile la rielezione per un numero indefinito di volte. Infatti, la stessa norma chiaramente indica che gli amministratori sono rieleggibili³⁶ e però contestualmente esplicita che sono revocabili dall'assemblea in qualunque tempo.

1.4.3 Compenso degli amministratori

Un altro elemento caratterizzante, disciplinato dal Codice Civile e tema di grande dibattito dopo la crisi del 2008, è il compenso degli amministratori. Ciò è messo in luce, recentemente da numerosi voci. Per esempio, si stima che la

³⁵ Non sono previste formalità particolare per l'accettazione.

³⁶ Salvo diversa disposizione dello statuto.

retribuzione di un top manager delle 500 società di Fortune³⁷ sia pari a 300 volte quella di un dipendente medio. Così come si è messo in evidenza come un amministratore delegato di una grande azienda multinazionale in Italia incassa 150 volte lo stipendio di un laureato quando solo meno di 10 anni fa il rapporto era di 1 a 23³⁸. Anche i sindacati, ovviamente, hanno toccato l'argomento mostrando come con il compenso dei 100 manager si possono pagare salari di 10.000 lavoratori³⁹.

Con questo non si vuole fare riferimento a qualche critica particolare o qualche soluzione estrema, si vuole solo mostrare come questo sia di grande attualità e importanza⁴⁰. Nonostante ciò, in questa elaborazione, non tocca questo argomento a 360° ma semplicemente illustra la disciplina sia per quanto riguarda il Codice Civile che le raccomandazioni del Codice di autodisciplina. Infinitiva, si ritiene che il compenso degli amministratori non sia il cuore del problema della corporate governance e ne per quanto riguarda una possibile incentivazione al conflitto d'interessi anche perché, per fortuna, è un tema che è stato subito percepito dalle persone e, in qualche caso, trattato dagli organi di governo degli Stati.

La competenza per la determinazione degli emolumenti dei membri del consiglio di amministrazione spetta all'assemblea ordinaria, quando il compenso non sia direttamente stabilito dallo statuto⁴¹. Nel caso limite, non fosse stabilito né dallo statuto e né dall'assemblea, viene fissato dal giudice su richiesta degli amministratori stessi. Inoltre, nel caso in cui vi siano

³⁷ Fortune è una rivista americana che stila ogni anno una classifica mondiale composta da 500 società più grandi del mondo per giro d'affari.

³⁸ Panorama del 26/02/2009.

³⁹ IRES-CGIL, *Salari in crisi: salari, produttività e distribuzione del reddito*, IV rapporto, 2007-2008.

⁴⁰ Si ritiene che lo strumento dei compensi sia un elemento di sufficienza di una buona governance e non di qualità o di eccellenza.

⁴¹ Art. 2389 c.c.

amministratori investiti di particolari cariche⁴² in conformità dello statuto, la determinazione della loro remunerazione spetta al consiglio di amministrazione stesso, sentito il parere del consiglio sindacale. Infine, nello statuto può essere inserita una clausola che assegni all'assemblea la facoltà di determinare un importo complessivo del compenso di tutti gli amministratori in modo tale che poi spetta al consiglio di amministrazione il riparto interno dei compensi tra i vari membri.

Come accennato, al fianco al codice civile, c'è da mettere in evidenza anche ciò che suggerisce in materia il Codice di autodisciplina per quanto riguarda le società quotate⁴³.

Quest'ultimo raccomanda che la remunerazione degli amministratori sia stabilita in misura sufficiente ad attrarre, trattenere e motivare i consiglieri dotati delle qualità professionali richieste per gestire con successo l'emittente ed articolare in modo da allineare i loro interessi con la creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo periodo⁴⁴. In particolare, il Codice di autodisciplina prevede la costituzione in seno al consiglio di amministrazione di un comitato per la remunerazione, composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti.

Infine, occorre analizzare quale forma concretamente può assumere il compenso degli amministratori. Premettendo che tecnicamente possono essere messe in vita diverse forme, la retribuzione può consistere in una somma di denaro periodicamente corrisposta, in un gettone di presenza per ogni riunione del consiglio; inoltre, in tutto o in parte, in aliquote di partecipazione agli utili

⁴² Ci si riferisce agli amministratori muniti di delega (anche senza rilevanza esterna), il presidente e vice-presidente del consiglio di amministrazione.

⁴³ E' da tenere sempre presente che il fulcro di questa tesi verte sulle società quotate nel segmento blue chip e quindi non si può avere una completa trattazione se non si tiene in considerazione le raccomandazioni della Borsa Italiana esplicitate dal comitato sulla corporate governance della stessa.

⁴⁴ Esistono diversi approcci e teorie che hanno prodotto spiegazioni sul vuoto di potere che è fonte di conflitto d'interessi interno tra proprietà e controllo soprattutto per incentivare i manager ad una visione a medio-lungo termine.

netti di bilancio; in offerte di sottoscrizione di azioni di futura emissione ad un prezzo determinato (le famose *stocks option*); in cessione di azioni (*stocks grant*) e così via. Su questo argomento, si può affermare che il legislatore ha fatto propria l'esperienza della pratica e ha riconosciuto che uno degli strumenti più efficienti per avvicinare gli interessi di amministratori a quelli degli azionisti è quello di vincolare la remunerazione degli amministratori alla redditività del capitale. Anche se alcuni studiosi ritengono che non ci sia una correlazione tra le due variabili paga – performance.

1.4.4. La sostituzione degli amministratori

L'attività del consiglio di amministrazione e quindi dei singoli amministratori deve essere tale da poter in qualsiasi momento riuscire a dare un governo alla società. Per questo c'è bisogno di norme che regolano la sostituzione degli amministratori; l'art. 2386 c.c. risponde a questa esigenza.

In particolare prende in esame il meccanismo della cooptazione⁴⁵. La norma è chiara infatti indica che qualora nel corso dell'esercizio vengano a mancare⁴⁶ uno o più amministratori, gli altri provvedono a sostituirli. Inoltre per una maggiore garanzia⁴⁷, la deliberazione di sostituzione deve poi essere approvata con atto motivato dal collegio sindacale. Gli amministratori così nominati restano in carica fino alla prossima assemblea. Tale meccanismo ha un vincolo ossia il suo utilizzo è consentito solo se è rimasta in carica la maggioranza degli amministratori nominati dall'assemblea. In caso contrario, quelli rimasti (non

⁴⁵ E' un metodo di scelta di nuovi membri di un organo collegiale non democratico perché consiste della loro elezione da parte dell'organo stesso. Del diritto societario, a volte, è inevitabile prendere questa via.

⁴⁶ L'ipotesi è contemplato solo nel corso del loro mandato e non, ovviamente, per scadenza del termine.

⁴⁷ Forse per ridurre l'incidenza della non democraticità della cooptazione.

rappresentando la maggioranza degli amministratori del consiglio) devono convocare l'assemblea perché provveda alla sostituzione⁴⁸.

Nella circostanza che la presente disposizione venga violata, si verifica un'ipotesi di inefficacia della nomina degli amministratori cooptati però, cosa non da poco, non decade l'intero consiglio di amministrazione. Questo correttivo serve a garantire che gli amministratori nominati dalle minoranze non vengano sostituiti con amministratori designati dai componenti superstiti e quindi presumibilmente sgraditi ai soci di maggioranza.

Inoltre, nel silenzio delle norme, sarebbe opportuno che quando vengono meno amministratori nominati dalla minoranza o dai titolari di strumenti finanziari partecipativi sia lo statuto a disciplinare minuziosamente la questione.

Un'altra caratteristica della sostituzione riguarda la durata della nomina. Infatti, gli amministratori cooptati e confermati dall'assemblea scadono insieme a quelli già in carica all'atto della loro nomina. La disposizione è però derogabile sia dallo statuto che dalla decisione dell'assemblea che li conferma sempre rispettando la norma del codice civile sulla nomina dell'amministratore e, entro questo margine, possono essere attuati meccanismi di rotazione.

Si è visto che solo in una determinata situazione (maggioranza dei soci rimasti in carica) si può utilizzare la cooptazione. Ma a volte si può verificare che anche questa circostanza non né sufficiente. Questo accade quando nello statuto prevede la cosiddetta clausola *simul stabunt simul cadent*, in virtù della quale, il venire meno di uno o più amministratori⁴⁹ comporta la cessazione dell'intero consiglio di amministrazione, non la loro sostituzione, con la conseguente necessità di nomina dell'intero consiglio.

⁴⁸ Nel caso in cui gli amministratori siano stati nominati dallo Stato o da enti pubblici, la sostituzione spetta esclusivamente allo Stato o agli enti che li hanno nominati.

⁴⁹ Quindi indipendentemente se essi rappresentino la maggioranza o minoranza del consiglio.

Un motivo per l'introduzione di questa clausola è dovuta alla volontà dei soci sulla composizione del consiglio che sia tale da rappresentare le diverse componenti della compagine societaria e che tale composizione rimanga inalterata durante l'intero mandato. Ma un altro motivo, ben più incisivo, è dovuto al fatto che la clausola può facilmente prestarsi ad abusi ai danni degli amministratori non rinominati quando per tale via si vogliono evitare gli oneri risarcitori dovuti per la revoca senza giusta causa. In sintesi, potrebbe essere chiesto ad un amministratore di fiducia di dimettersi facendo così cessare l'intero consiglio di amministrazione.

Questo ci porta al tema della cessazione dell'intero consiglio di amministrazione o dell'amministratore unico. Essa può verificarsi, tanto per l'ipotesi della clausola accenta precedentemente, quanto nell'ipotesi in cui vengano comunque a mancare, per altre ragioni, l'amministratore unico o l'intero consiglio⁵⁰.

Nel caso in cui la cessazione non avvenga per conseguenza della clausola sopradetta, interviene il collegio sindacale per ottemperare agli atti di ordinaria amministrazione e per la convocazione d'urgenza dell'assemblea per la nomina degli amministratori.

In ipotesi contrario, ossia che la cessazione sia la conseguenza di una clausola *simul stabunt simul cadent*, spetta agli amministratori rimasti temporaneamente in carica la convocazione dell'assemblea per la nomina e, evidentemente, anche il compimento di atti di ordinaria amministrazione; a meno che la clausola preveda la cessazione immediata di tutto il consiglio. In questo caso si applica la stessa disciplina esposta nel caso in cui la cessazione non consegue alla clausola.

⁵⁰ Esempi sono: per dimissioni o per decesso.

1.5 Le cause di ineleggibilità, decadenza e incompatibilità

Come premessa si può dire che la differenza tra cause di ineleggibilità, decadenza e incompatibilità attiene agli effetti che ad esse conseguono. Inoltre le cause possono già essere presenti all'atto di nomina dell'amministratore, o che sopravviene durante il suo ufficio (mandato), o che comportano la scelta da parte dell'amministratore a quale incarico dedicarsi.

Poiché sono diverse tra loro e sono di notevole importanza perché impediscono, o cercano di impedire, il conflitto di interessi degli amministrazioni⁵¹ verranno trattati separatamente.

1.5.1. Le cause di ineleggibilità e decadenza

Le cause di ineleggibilità e decadenza sono situazione soggettive che possono essere divise in due categorie: la prima riguarda la capacità d'agire e la seconda l'onorabilità degli amministratori.

La disciplina delle cause di ineleggibilità e decadenza è contenuta nell'art. 2382 c.c., il quale afferma che non può essere nominato amministratore l'interdetto, l'inabilitato, il fallito (prima categoria) o chi è stato condannato ad una pena che comporta l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l'incapacità di esercitare uffici direttivi (seconda categoria).

E' importante evidenziare che le cause di ineleggibilità e di decadenza sono requisiti minimi non derogabili dallo statuto, in quanto sono considerati come espressione di principi di ordine pubblico. Come vedremo in seguito, lo statuto,

⁵¹ Anche se, ovviamente, alcune cause sono da ricondursi a quelle circostanze classiche già previste nel diritto privato relative alla limitazione della capacità d'agire.

infatti, può richiedere a fianco a questi requisiti minimi altri requisiti aggiuntivi.

Oltre ai requisiti espressi nell'art. 2382, esistono altri che si possono ricavare dall'applicazione dei principi generali. Può essere nominato amministratore colui che ha raggiunto la maggiore età⁵² e inoltre, nel nostro ordinamento, sembra che non possa essere nominata amministratore una persona giuridica. Al di là delle diverse scuole di pensiero sull'argomento, il regolamento Comunitario⁵³ istituendo la Società Europea, introdotta nell'ordinamento giuridico italiano nel 2005, offre la possibilità nominare una società o altra entità giuridica membro del consiglio di amministrazione.

Gli effetti di una causa di ineleggibilità, come accennato all'inizio, sono diversi a seconda che questa sia presente già nel momento della nomina dell'amministratore, ovvero sopravvenga nel corso del periodo di durata del mandato.

Se avviene all'atto della nomina, la delibera di nomina di quel singolo amministratore è nulla⁵⁴. Infatti, per evitare questo inconveniente, numerose società, soprattutto quelle quotate, richiedono che siano allegate alle liste dei candidati le dichiarazioni dei soggetti interessati che attestino l'insussistenza di cause di ineleggibilità. Anzi alcuni statuti prevedono anche che la lista che all'interno ci siano candidati colpiti dai requisiti di ineleggibilità venga automaticamente esclusa dalla votazione.

L'altro caso si verifica quando la causa di ineleggibilità sopravvenga durante la durata del mandato (ineleggibilità sopravvenuta), ciò comporta la decadenza dell'amministratore a partire dal momento stesso in cui la causa si presenta.

⁵² Eccezione fatta per il minore emancipato che abbia ottenuto l'autorizzazione all'esercizio dell'impresa commerciale.

⁵³ Reg. UE 2157/2001

⁵⁴ La nullità della nomina ricade solo sul singolo amministratore e non su altri membri del consiglio di amministrazione.

In particolare, per quanto riguarda i termini di decorrenza degli effetti dell'interdizione, dell'inabilitazione e del fallimento decorrono dalla data di pubblicazione della relativa sentenza. Invece, in caso di condanna che comporta l'interdizione dai pubblici uffici gli effetti decorrono dal momento in cui la sentenza diviene definitiva. Infine tali effetti operano di diritto, ossia senza la necessità di alcun atto costitutivo della decadenza da parte degli organi collegiali. In particolare, spetta al consiglio di amministrazione la competenza di dichiarare la sopravvenuta decadenza dell'amministratore⁵⁵. In caso di inerzia del consiglio, o in caso di amministratore unico, spetta al consiglio sindacale dichiarare la decadenza dell'amministratore.

1.5.2. Le cause di incompatibilità

Si è accennato che la differenza tra le cause di ineleggibilità-decadenza e causa di incompatibilità attiene agli effetti che ad esse conseguono. Non rimane che esporre, allora, quali siano e quali effetti hanno le cause di incompatibilità. Quest'ultime rappresentano un divieto per l'amministratore di ricoprire contemporaneamente altri uffici. I suoi effetti comportano la scelta dell'amministratore a quale incarico dedicarsi e non la nullità della delibera di nomina o la decadenza dell'ufficio.

Numerose e in continuo mutamento le leggi speciali che disciplinano le cause di incompatibilità.⁵⁶ Questo proprio a testimonianza della notevole importanza che questi temi hanno sulla vita sociale e sulla buona governance.

⁵⁵ Si ritiene che la competenza spetti a partire dal momento in cui il consiglio di amministrazione ne viene a conoscenza.

⁵⁶ Alcuni esempi sono: per gli impiegati statali, professionisti universitari ordinari a tempo pieno, componenti del C.S.M. o delle autorità indipendenti, i parlamentari, i sindaci comunali, i presidenti di provincia, i consiglieri comunali, provinciali e circoscrizionali.

In particolare del diritto societario è stato emanato all'art. 2390 c.c., il quale vieta il cumulo di posizioni tra amministratore della società e socio illimitatamente responsabile di società concorrente, ovvero l'esercizio in conto proprio o per conto terzi di un'attività concorrente, oppure amministratore o direttore generale di società concorrenti. Poiché la norma non è contemplata a tutela del ordine pubblico ma nell'interesse specifico della società allora l'assemblea può perciò derogarvi.

Infine si discute se sussista l'incompatibilità tra la carica di amministratore e la qualifica di dipendente della società. In linea di principio e in assenza di una disciplina normativa espressa, tale cumulo è ritenuto ammissibile ma solo a determinate condizioni. Innanzitutto è necessario che le mansioni derivanti dal contratto di amministrazione e quelle derivanti dal rapporto di lavoro subordinato siano differenti. Pertanto, il soggetto deve svolgere mansioni ulteriori e diverse rispetto a quelle scelte in funzione del rapporto di amministrazione, in modo da potersi ravvisare i connotati anche del vincolo di subordinazione. Inoltre, è necessario che l'atto di assunzione sia valido e non viziato da conflitti di interesse. In sintesi si deve verificare che non vi sia stata auto assunzione, altrimenti il contratto di lavoro subordinato è nullo⁵⁷.

Quindi in linea di principio non è escluso il cumulo delle due qualifiche (amministratore e lavoratore subordinato) per un maggiore vantaggio nella speditezza nell'esecuzione delle decisioni, ma ciò comporta anche degli inconvenienti. Ad esempio, la perdita del bilanciamento dei poteri proprio di ciascun ruolo e del controllo reciproco riguardo al conflitto di interesse.

Per concludere, anche se non esplicitamente vietato dalla legge, non è possibile il cumulo tra le cariche di amministratore e sindaco della stessa società.

⁵⁷ Sicuramente la nullità si verifica in caso di amministratore unico. In caso di amministratore delegato occorre considerare caso per caso l'ampiezza della delega.

Evidentemente per il sistema, le funzioni e i soggetti controllanti non possono coincidere con quelli che li controllano⁵⁸.

⁵⁸ Un caso particolare dove ciò indirettamente viene ammesso è nel modello monistico.

1.6. I requisiti aggiuntivi: onorabilità, professionalità e indipendenza

Le caratteristiche personali dell'amministrazione e le sue relazioni con altri soggetti o società sono elementi importate da tenere in considerazione se si punta ad una corretta amministrazione della società. Come si è detto prima, esistono requisiti minimi ma possono essere anche previsti dei requisiti aggiunti. In particolare, lo statuto può subordinare l'assunzione della carica di amministratore al possesso di speciali requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza come è dichiarato nell'art. 2387 c.c.. Ma questi requisiti, per l'appunto, possono essere solo aggiuntivi ma mai sostitutivi rispetto a quelli previsti dall'art. 2382 c.c.; non solo ma questi rappresentano una facoltà e non un obbligo. Infatti, detta facoltà spesso non viene esercitata in quanto i soci forti, soprattutto se la proprietà è concentrata, preferiscono avere la massima libertà di scelta dei membri dell'organo amministrativo anziché essere vincolati dal dettato statutario⁵⁹.

Essendo requisiti aggiuntivi mirano ad ottenere una più ampia soddisfazione delle più diverse esigenze correlate alla natura dell'incarico in ogni singola società.

Con riferimento alla composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate, il Codice di autodisciplina dispone che il consiglio è composto da amministratori esecutivi e non esecutivi. Compito degli amministratori non esecutivi è di apportare le loro specifiche competenze alle discussioni consiliari, contribuendo all'assunzione di decisioni equilibrate e prestando particolare cura alle aree in cui possono manifestarsi conflitti di interesse.

⁵⁹ La previsione di speciali requisiti statuari, per alcune attività particolari come società bancarie, assicurative e di intermediazione mobiliare, è obbligatoria.

E' da evidenziare che lo statuto comunque ha dei limiti nel disegnare il profilo degli amministratori. Il limite si trova nel principio generale per cui la nomina degli amministratori è di competenza esclusiva dell'assemblea, il quale non è derogabile. Quindi in presenza di ulteriori requisiti di eleggibilità talmente specifici e stringenti che comportano la sola possibilità di scelta, ad esempio, in capo al solo socio fondatore della società violerebbe il principio di riserva di competenza dell'assemblea. Pertanto, le clausole statutarie che violano questo principio sono nulle per contrarietà a norme imperative⁶⁰; invece non è nullo l'intero statuto.

1.6.1 L'onorabilità

Lo scopo del requisito di onorabilità è essenzialmente legato all'integrità dell'intero sistema societario e specificatamente alla corretta gestione ed autonomia della società. In particolare, essa è collegata dalla legge all'assenza di sentenze di condanna definitive per determinati reati⁶¹, parallelamente lo statuto può anche prevedere ulteriori requisiti ad esempio: l'assenza di sentenze di condanna non definitive oppure l'assenza di sentenze di condanna civile o amministrativa a carico della società in determinate materie (tutela del consumatore, tutela della concorrenza, tutela del lavoratore etc.) nel periodo in cui i soggetti in questione esercitavano il proprio mandato.

Come si può notare, i requisiti aggiuntivi sono sicuramente collegati a reati, ma per una maggiore trasparenza e rispetto del principio di onorabilità, essi si elevano a principi etici.

⁶⁰ Cause di nullità del contratto – art. 1418 c.c..

⁶¹ Per esempio: reati di tipo bancario, commerciale, contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica, reati tributari etc.

Discorso è un po' diverso per quanto riguarda le società per azioni. Infatti, l'art. 147- *quinquies* del T.U.F. stabilisce che i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione devono possedere i requisiti di onorabilità stabili per i membri degli organi di controllo con il regolamento emanato dal Ministro di giustizia. Il difetto dei requisiti determina la decadenza. La motivazione si può rintracciare sul fatto che le società di azioni hanno una portata superiore di influenza nel mercato rispetto agli altri tipi di società.

1.6.2. La professionalità

Il criterio di professionalità punta essenzialmente alle competenze e all'esperienza che l'amministratore deve avere, al fine di migliorare l'efficienza nella gestione della società. Insieme a questo punto di vista interno alla società, il requisito serve anche all'esterno per fornire al mercato l'informazione che la società è gestita da soggetti tecnicamente idonei.

Innanzitutto, un parametro che qualifica la professionalità è la comparazione di attività di svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione o controllo di imprese per settore economico e dimensione. L'attinenza settoriale, peraltro, non è un parametro indispensabile di definizione della professionalità. Infatti, alcuni statuti richiedono come requisito di professionalità di alcuni amministratori non esecutivi che tali soggetti siano professori universitari nelle materie di interesse.

Le caratteristiche di professionalità richieste dallo statuto incidono notevolmente anche sulla responsabilità degli amministratori. Infatti, mentre ai componenti del consiglio di amministrazione è richiesta una diligenza

generica⁶², agli amministratori qualificati dalla particolare professionalità è richiesto un grado superiore di diligenza (c.d. diligenza specifica), giustificata appunto dal possesso di quei particolari requisiti.

1.6.3. L'indipendenza

Il requisito di indipendenza è meno definibile rispetto agli altri requisiti aggiunti, il motivo è da ricondursi alla sua natura. Infatti è necessario stabilire preliminarmente rispetto a quali soggetti e a quali relazioni economiche l'indipendenza deve essere valutata.

Per questo motivo che interviene e dedica molta attenzione il Codice di autodisciplina delle società quotate. Innanzitutto, esso suggerisce un modello di gestione basato sulla distinzione tra amministratori esecutivi (che hanno competenza sulla gestione della società) e amministratori non esecutivi (che hanno la competenza di vigilare sulla gestione). Non solo, ma a quest'ultimi viene anche raccomandato un numero adeguato di amministratori indipendenti. E' sempre il Codice di autodisciplina che inoltre indica un elenco esemplificativo di ipotesi in cui l'indipendenza è esclusa. Perciò è importante mettere in evidenza detto elenco, con l'accortezza che esso si riferisce alla sostanza e non alla forma dell'indipendenza dell'amministratore. Le ipotesi prese in esame per escludere l'indipendenza possono essere così sintetizzati:

- il soggetto detiene pacchetti azionari di controllo o che permettono di esercitare un'influenza notevole;
- il soggetto è stato nei precedenti tre esercizi un esponente di rilievo (presidente, rappresentante legale, presidente del consiglio di

⁶² Ovviamente si intende una diligenza generica relativa all'amministratore comune e non è riferita all'uomo comune.

amministrazione, amministratore esecutivo, dirigente con responsabilità strategiche) o dipendente della società o di una sua controllante o controllata avente rilevanza strategica:

- tra il soggetto e la società, nell'esercizio precedente, sono incorse significative relazioni di natura commerciale, finanziaria o professionale;
- il soggetto che riceve o ha ricevuto dalla società (o controllata/controlante) nei precedenti tre esercizi una significativa remunerazione aggiuntiva rispetto all'emolumento di amministrazione non esecutivo;
- il soggetto è stato amministratore della società per più di nove anni negli ultimi dodici anni;
- il soggetto è amministratore esecutivo di altra società in cui un amministratore esecutivo della società è amministratore;
- il soggetto è socio o amministratore della società incaricata della revisione contabile della società;
- il soggetto è stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni precedenti.

Infine non è da trascurare lo scopo in relazione al quale l'indipendenza degli amministratori deve essere valutata. Sul punto interviene il commento all'articolo sugli amministratori indipendenti del Codice di autodisciplina ponendo particolare attenzione distinguendo tra società con azionariato diffuso e società con proprietà concentrata precisando che: *“negli emittenti con azionariato diffuso l'aspetto più delicato consiste nell'allineamento degli interessi degli amministratori esecutivi con quelli degli azionisti. In tali emittenti, quindi, prevale un'esigenza di autonomia nei confronti degli amministratori esecutivi. Negli emittenti con proprietà concentrata, o dove sia*

comunque identificabile un gruppo di controllo, pur continuando a sussistere la problematica dell'allineamento degli interessi degli amministratori esecutivi con quelli degli azionisti, emerge altresì l'esigenza che alcuni amministratori siano indipendenti anche dagli azionisti di controllo o comunque in grado di esercitare un'influenza notevole".

1.7. La revoca e la cessazione dalla carica

1.7.1. La revoca degli amministratori

La revoca degli amministratori, così pure la cessazione della loro carica, è una causa di scioglimento del rapporto che intercorre tra gli amministratori e la società.

Precisamente la disciplina della revoca è contenuta nell'art. 2383 c.c. il quale contiene il principio fondamentale della revocabilità *ad nutum*, in qualsiasi tempo, da parte dell'assemblea. E' da sottolineare che detto principio fondamentale permette una revoca discrezionale, senza necessità di giusta causa. Non solo, ma la revoca può anche non essere motivata e avvenire in forma tacita o indiretta, per esempio, la deliberazione di sostituzione dei consiglieri o la riduzione del loro numero. Ovviamente il principio è bilanciato dal diritto al risarcimento dei danni per gli amministratori revocati senza giusta causa.

La competenza del potere di revoca spetta all'assemblea ordinaria e non può essere delegato all'assemblea straordinaria, così come avviene per il potere di nomina. Inoltre la competenza assembleare rimane anche nel caso in cui gli amministratori non siano di nomina assembleare⁶³ e anche quando gli amministratori siano stati nominati dalla assemblea speciale dei portatori di strumenti finanziari partecipativi⁶⁴. In ultimo, però, la regola generale di nomina assembleare subisce una deroga nel caso in cui gli amministratori siano stati nominati dallo Stato o dagli enti pubblici.

⁶³Come avviene nel caso di cooptazione.

⁶⁴ Lo statuto può derogarvi attribuendo il potere di revoca alla stessa assemblea speciale.

1.7.2. La giusta causa

E' importante a questo punto porre l'attenzione sul significato della giusta causa perché la sua sussistenza o meno dipende il sorgere del diritto al risarcimento del danno in capo all'amministrazione. Si distingue tra giusta causa di natura oggettiva e giusta causa di natura soggettiva.

La prima consiste⁶⁵ nella presenza di circostanze che, al di fuori di un inadempimento dell'amministratore agli obblighi di legge o previsti dallo statuto, non consentono la prosecuzione del rapporto neppure in via temporanea. Quindi sono tutte quelle circostanze che ostacolano al funzione economico-giuridica del rapporto ed impedendo, in definitiva alla società, di realizzare i propri interessi⁶⁶.

La seconda (giusta causa soggettiva) è integrativa a quella oggettiva, è consiste in quei comportamenti contrari alla legge o all'atto costitutivo tali da far venir meno il rapporto di fiducia della maggioranza dei soci verso l'amministrazione⁶⁷. E' da sottolineare che la giusta causa soggettiva non può essere ravvisata in mere divergenze od attriti con gli altri amministratori rientranti nella normale dialettica del consiglio di amministrazione.

Infine si pone il problema, a seguito della riforma della disciplina della società, se il cambiamento di modello di amministrazione e controllo adottato possa essere inquadrato come giusta causa di revoca degli amministratori. In particolare il problema si manifesta quando il cambiamento del modello di governance comporta la cessazione anticipata degli organi. Senza la pretesa di esporre una soluzione universale, si può affermare che il cambiamento del modello di gestione configuri un'ipotesi di giusta causa di revoca a meno che

⁶⁵ Definizione consolidatasi in giurisprudenza.

⁶⁶ Un esempio è l'ingente perdita della società che rende necessaria una forte riduzione dell'organico.

⁶⁷ Un esempio è l'utilizzo da parte dell'amministratore di beni sociali per fini personali.

l'operazione sia stata portata a termine al solo scopo di disfarsi degli amministratori. In ogni modo, esiste una via di buon senso o giuridicamente prudentiale la quale indica che sarebbe più opportuno che il cambiamento di modello venisse fatto coincidere con la naturale scadenza degli organi sociali. Tuttavia è permesso all'amministratore la rinuncia al risarcimento del danno in qualsiasi momento anche in via preventiva ossia contestualmente all'accettazione della carica.

1.7.3. La cessazione degli amministratori

La cessazione degli amministratori, come è facilmente intuibile, può avvenire per numerose situazioni. Quella più comune nella pratica è riferibile proprio a quella disciplinata nell'art.2385 c.c.. In particolare tratta della cessazione per rinuncia all'incarico e la cessazione per scadenza del termine. C'è da ricordare che tra le cause di cessazione del rapporto tra amministratore e società rientrano la decadenza per cause di incapacità sopravvenuta, la revoca da parte della società o da parte dell'autorità giudiziaria, l'iscrizione nel registro delle imprese della nomina dei liquidatori, la morte dell'amministratore e il verificarsi delle altre cause previste dallo statuto.

In questa fattispecie (cessazione degli amministratori), il collegio sindacale ha l'obbligo di iscrizione nel registro delle imprese entro 30 giorni l'avvenuta cessazione degli amministratori dall'ufficio per qualsiasi causa. E' da sottolineare che l'iscrizione non è un elemento costitutivo della fattispecie di cessazione, ma rappresenta solo una forma di pubblicità-notizia che ha lo scopo di mettere i terzi a conoscenza dell'evento. In sintesi, l'opposizione ai

terzi della cessazione dell'amministratore è vincolata dall'iscrizione sul registro delle imprese⁶⁸.

Il codice civile, inoltre, lascia ampia discrezionalità all'amministratore di rinunciare all'incarico in qualsiasi momento (dimissione dell'amministratore). Ma essa pone un limite nella cosiddetta *prorogatio*. Essa permette che la rinuncia da parte dell'amministratore ha effetto immediato solo se rimane in carica la maggioranza del consiglio di amministrazione. In caso contrario, la rinuncia ha effetto solo a partire dal momento in cui la maggioranza dei consiglieri viene ricostituita in seguito all'accettazione dei nuovi amministratori. La *ratio* è riconducibile alla tutela della funzionalità del consiglio di amministrazione e attraverso essa si garantisce il mantenimento della composizione numerica stabilita dallo statuto e si evita, nelle ipotesi di rinuncia dell'amministratore unico o contemporanea rinuncia di tutti gli amministratori, l'assenza in un organo di gestione.

E' interessante mettere in evidenza come, nella prassi, esiste la cosiddetta lettera di dimissioni in bianco. E' un documento di rinuncia dall'incarico completo di ogni sua parte tranne, ovviamente, della data. Esso viene fatto firmare all'amministratore all'atto di accettazione dell'incarico e conservato poi dalla società che pertanto può inserire la data in qualsiasi momento, provocando così, in pratica, il licenziamento dell'amministratore.

Siccome nessuna norma vieta questa pratica esplicitamente, allora è da ritenere che essa è ammessa per quanto riguarda gli amministratori non indipendenti. Netamente diverso il caso negli amministratori indipendente perché questa prassi può minare notevolmente l'effettivo grado di indipendenza degli stessi.

⁶⁸ Rientra nel principio più generale della certezza dei rapporti giuridici.

Infine, se si prende in esame la cessazione degli amministratori dovuta a cause fisiologiche, sicuramente esso può avvenire per scadenza del termine. Anche in questo caso tutto ruota sull'evitare il vuoto di potere, ossia che la gestione non sia affidata a nessun organo. In prima battuta, in questa ipotesi, l'organo amministrativo deve essere ritenuto scaduto alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio rispetto alla carica. Proprio per evitare soluzione di continuità nell'organo amministrativo, i suoi poteri⁶⁹ sono prorogati fino al momento in cui il consiglio di amministrazione viene ricostituito.

⁶⁹Per poteri si intendono tutti i poteri che il consiglio di amministrazione aveva quando era regolarmente in carica, sia dal punto di vista della gestione e sia della rappresentanza.

1.8. Il conflitto di interessi

1.8.1. L'invalidità delle delibere

Prima di passare ad argomentare sul conflitto di interessi degli amministratori è necessario introdurre il meccanismo delle delibere consiliari in quanto permette o meno, attraverso le sue regole, di poter porre in essere determinate delibere piuttosto che altre. In poche parole, attraverso le delibere, il consiglio di amministrazione concretizza il suo potere sulla società.

Innanzitutto, l'art. 2388 c.c. prevede dei requisiti di validità delle delibere del consiglio di amministrazione che sono:

- la presenza della maggioranza degli amministratori in carica, salvo che lo statuto non richieda un *quorum costitutivo* più elevato;
- le deliberazioni sono prese a maggioranza assoluta dei presenti⁷⁰, salvo diversa disposizione statutaria.

La stessa norma prevede casi di invalidità delle delibere infatti ha previsto che esse, qualora non siano adottate in conformità della legge o dello statuto, possono essere impugnate dal collegio sindacale e dagli amministratori assenti o dissenzienti entro novanta giorni dalla data della deliberazione, ma non dai soci, a meno che non siano lesive dei loro diritti⁷¹.

E' da tenere presente che il legislatore ha previsto solo cause di annullabilità delle delibere mentre non sono previste cause di nullità delle stesse.

Per quanto riguarda l'ipotesi di annullabilità e le sue conseguenze sui terzi, si procede alla classica distinzione tra terzi in mala fede e terzi in buona fede. Per

⁷⁰ Un'ulteriore novità della riforma del 2003 è che lo statuto può prevedere la presenza alle riunioni del consiglio mediante mezzi di telecomunicazione.

⁷¹ In questo caso si applica l'intera disciplina delle delibere assembleari annullabili (art. 2388, 4° comma).

i primi, l'annullamento delle delibere travolge anche i loro diritti acquistati perché i terzi in mala fede pur essendo consapevoli della invalidità della delibera, hanno dato regolare esecuzione. Mentre l'annullabilità non pregiudica i diritti acquistati da terzi in buona fede.

In quanto compatibile, alle delibere consiliari si applica la disciplina prevista per il procedimento di impugnazione delle delibere assembleari⁷².

Un'ulteriore causa di invalidità delle deliberazioni consiliari si configura nel caso in cui un amministratore abbia per conto proprio o di terzi un interesse nell'operazione all'ordine del giorno del consiglio di amministrazione o del comitato esecutivo. Esso è disciplinato dall'art. 2391 e in sintesi, successivamente verrà dettagliatamente descritto, prevedere che l'impugnabilità della deliberazione potenzialmente lesiva della società avvenga quando: l'amministratore non abbia adempiuto all'obbligo di rivelazione dell'interesse nell'operazione, il consiglio o il comitato esecutivo non abbia adeguatamente motivato la delibera e, infine, l'amministratore interessato abbia votato ed il suo voto sia stato determinante.

L'impugnazione, anche in questo caso, può essere proposta entro novanta giorni dalla data della deliberazione, dal collegio sindacale, dagli amministratori assenti o dissenzienti nonché da quanti abbiano votato a favore ove l'amministrazione interessata non abbia adempiuto agli obblighi di informazione previsti.

⁷² Art. 2378 c.c..

1.8.2. Gli interessi degli amministratori

E' opportuno da subito evidenziare la precedente disciplina⁷³ in merito al conflitto di interessi nel diritto societario. Essa, infatti, regolava la sola ipotesi del conflitto di interessi tra amministratori e società in una determinata operazione, imponendo al primo di darne notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale e di astenersi dal partecipare alle deliberazioni riguardanti tale operazione. Adesso, dopo la riforma del 2003, si applica ad ogni ipotesi in cui l'amministratore abbia un interesse in una determinata operazione della società. In poche parole, l'articolo 2391 c.c. con la riforma ha eliminato il problema di stabilire cosa dovesse intendersi per "interesse sociale" e "conflitto di interesse".

Il legislatore ha voluto favorire una maggiore trasparenza nella gestione della società⁷⁴ disponendo l'obbligo di comunicazione a carico dell'amministratore di ogni interesse di cui sia portatore, per conto proprio o di terzi, suscettibile di entrare in gioco nell'esercizio della funzione gestoria.

Tuttavia, l'attuale formulazione della norma solleva la necessità di individuare la soglia di rilevanza giuridica dell'interesse che fa sorgere gli obblighi informativi. E' pacifico ritenere che gli amministratori abbiano sempre un interesse nelle operazioni della società, in quanto proprio da esse che dipendono le risorse che la società mette a disposizione dei membri dell'organo di gestione. Conseguentemente un'eccessiva estensione dell'area applicativa della norma comporterebbe, di fatto, agli amministratori continue comunicazioni e inoltre il consiglio di amministrazione sarebbe esposto al costante rischio di impugnativa delle proprie deliberazioni. Ciò comporterebbe

⁷³ Ci si riferisce a quella prima della riforma del diritto societario del 2003.

⁷⁴ Infatti in passato l'art. 2391 andava sotto la dizione di "conflitto di interessi", oggi la dizione è "interessi degli amministratori".

notevoli rischi di ostacolare seriamente l'attività del consiglio e della società trasformando, di qualche modo, la norma ad essere contraria ad ogni criterio di ragionevolezza. Da qui, già si può capire quali sono gli interessi in gioco: da un lato la trasparenza e dall'altro una gestione in grado di governare tempestivamente la società. Bisognerebbe, quindi, trovare un equilibrio tra questi due elementi tenendo presente che in mezzo ci sono gli interessi di tutti gli stakeholders, non solo, anche una serie di reti di relazione tra amministratori e società che minano sia la trasparenza che la sana gestione. Quest'ultimo punto verrà analizzato ampiamente successivamente.

Ritornando alla norma, allora si potrebbe configurabile un interesse giuridicamente rilevante ai fini degli obblighi comunicativi ogni qualvolta vi sia ragionevole motivo di ritenere che un amministratore nelle concrete circostanze del caso si rappresenti di ricavare dal compimento dell'operazione un'utilità quantitativamente e qualitativamente rilevante, purché questa rappresentazione sia socialmente riconoscibile. Proprio questa ipotesi è la prima contemplata dalla norma ossia l'amministratore sia portatore di un interesse proprio in una determinata operazione sociale, nel caso in cui l'amministratore è anche azionista della società⁷⁵. Ciò nonostante, l'amministratore potrebbe perseguire un interesse non necessariamente compatibile con quello della società. Basti pensare al caso in cui l'amministratore, avendo necessità di liquidare la propria partecipazione azionaria, fosse indotto ad adottare strategie con l'obiettivo di massimizzare nel breve periodo il prezzo di mercato delle azioni ovviamente antepoendo tale risultato alle esigenze di crescita di medio-lungo periodo dell'impresa stessa.

⁷⁵ Si pensi semplicemente al caso in cui parte della remunerazione dell'amministratore sia rappresentata da stocks option

Questa semplice distinzione tra interesse dell'amministratore sia compatibile con l'interesse della società o che non lo sia, non è necessario al fine degli obblighi di comunicazione. Infatti la normativa introduce gli obblighi di "disclosure"⁷⁶ indipendentemente dal fatto che il conflitto di interesse vada o meno a colpire la società, invece come accadeva con la precedente disciplina.

La normativa, al fianco dell'ipotesi di interesse per conto proprio, prende in esame anche quello per conto di terzi. In tale contesto, è lecito ritenere che non è necessaria la sussistenza di un incarico giudico formale tra l'amministratore e un terzo, essendo sufficiente un rapporto giuridico rilevante⁷⁷.

Tuttavia il dettato normativo non fa alcun riferimento all'obbligo di informazione nel caso in cui le decisioni sia adottate, non dal consiglio di amministrazione, ma dagli organi delegati collegialmente istituiti in seno a tale consiglio. Se l'informativa, in questi casi, fosse esclusa allora si finirebbe con il ricorrere all'espedito di eludere gli obblighi tramite il ricorso alla delega delle funzioni. Ciò nonostante, se una determinata questione sia stata effettivamente delegata ad un diverso organo o ausiliario della società ossia senza che gli amministratori possano influenzare direttamente la decisione, l'eventuale interesse che un amministratore possa avere teoricamente scomparire e quindi non dovrebbe essere comunicato. Ammettendo questo assunto però, in taluni casi, può venire compromesso il generale dovere di diligenza e correttezza dell'amministratore i quali obbligano quest'ultimo a chiarire i potenziali rischi ai quali la società potrebbe essere esposta per effetto di un'operazione nella quale egli abbia un interesse, pur se rientrasse nella competenza di un organo del quale egli non faccia parte o di un diverso soggetto aziendale.

⁷⁶ Termine inglese che fa riferimento all'informativa pubblica.

⁷⁷ Classici esempi sono quelli dovuti da un rapporto coniugale o da quello contrattuale.

Come si è brevemente illustrato, il conflitto di interessi o l'interesse del amministratore non è facilmente identificabile. Esistono sempre delle zone d'ombra dove la legge, per sua natura, non riesce a disciplinare almeno che non sarebbe talmente stringente da non lasciare nessuno spazio di movimento all'amministratore. Per questo è necessaria una cultura che facesse dei codici ontologici leggi a cui non si può prescindere, tali da consentire al mercato di premiare gli amministratori che eseguono quei dettami o punire chi non lo fa.

1.8.3. L'opportunità di astensione

In questa sede, ci si chiede se l'amministratore che abbia un interesse personale in una determinata operazione debba o meno astenersi da quella deliberazioni. Il dettato normativo pone proprio questa questione. Una parte della dottrina ritiene che, in mancanza di un'espressa previsione normativa, gli amministratori interessati una volta adempiuti gli obblighi di *disclosure* possano partecipare alle riunioni ed esprimere il proprio voto. E' verosimile, tuttavia, che nella pratica gli amministratori si astengano dalla votazione. Però non consente di escludere che si possano verificare casi in cui un amministratore interessato desideri anche esprimere il proprio voto ovvero debba esprimere perché altrimenti non sarebbe possibile raggiungere la maggioranza per adottare la delibera. Ecco perché è avvenuta l'eliminazione del disposto dell'art. 2391 c.c. del dovere di astenersi nelle delibera adottata in conflitto di interessi. In realtà, l'obbligo di astensione rimane per quelle delibere consiliari potenzialmente o effettivamente dannose per la società adottate da amministratori interessati⁷⁸ (comma 3 e 4 art. 2391 c.c.). Ciò, però, non

⁷⁸ In questa fattispecie la delibera è annullabile.

riguarderebbe la partecipazione alla seduta consiliare. Infatti se all'amministratore non fosse consentito intervenire nella discussione non potrebbe essere tenuto in considerazione ai fini del calcolo del *quorum costitutivo* di conseguenza rendere impossibile il funzionamento del consiglio di amministrazione qualora almeno la metà degli amministratori fosse in conflitto di interessi con l'interesse sociale.

Il punto più controverso in tema di conflitto di interessi dell'amministratore riguarda la sua partecipazione, in quanto socio, alla delibera assembleare avente ad oggetto la determinazione del suo compenso. La giurisprudenza sul punto ha adottato un approccio pragmatico volto a verificare in concreto se i compensi sia sproporzionati o irragionevoli e, quindi, pregiudizievoli per la società. I parametri di valutazione utilizzati si riferiscono all'attività effettivamente svolta dall'amministratore, le dimensioni della società, i dati di bilancio etc.

L'astensione dalla delibera, accennata precedentemente, è più rigorosa con riferimento alla figura dell'amministratore delegato. Esso non solo ha l'obbligo comunicativi ma anche deve astenersi dal compiere l'operazione; la ragione è chiara. Si vuole evitare che la gestione sociale generalmente delegata dal consiglio di amministrazione possa sfuggire ad ogni preventiva valutazione di conformità all'interesse sociale. L'amministratore delegato può, in ogni caso, partecipare alle delibere investendo, però, l'organo collegiale al quale spetterà la decisione. E' da sottolineare, inoltre, che la norma non esclude la possibilità da parte del consiglio di amministrazione di poter autorizzare *ex ante* l'amministratore delegato a compiere, a condizioni di mercato, determinate operazioni che rientrino nella normale gestione sociale.

Anche la posizione dell'amministratore unico è sottoposta alla norma 2391 c.c.. Inoltre, anche se non è espressamente previsto dal dettato normativo, l'amministratore unico dovrebbe previamente informare il collegio sindacale del proprio interesse nell'operazione, potendo poi stipulare l'atto sotto la sorveglianza dei sindaci. In aggiunta non è previsto che l'amministratore unico debba richiedere l'approvazione all'assemblea dei soci sul compimento di operazioni nelle quali abbia un interesse⁷⁹. Comunque, resta inteso che qualora l'assemblea l'abbia autorizzato, comunque l'amministratore unico risulterà responsabile ai sensi dell'art. 1395 ("contratto con se stesso è annullabile...."⁸⁰) stante il particolare regime di responsabilità dell'amministratore. Quindi nei negozi stipulati dall'amministratore unico sono applicabili le norme sui contratti in genere, precisamente gli articoli 1394⁸¹ e 1395, per cui la società può conseguire l'annullamento del contratto concluso dal proprio amministratore con il terzo semplicemente dimostrando che il conflitto di interessi del proprio amministratore era conosciuto o riconoscibile dal terso. Sicuramente queste norme tutelano maggiormente rispetto all'art. 2391, in quanto la responsabilità è azionabile entro 5 anni anziché entro 30 giorni.

1.8.4. L'obbligo di comunicazione

Precedente si è illustrato il conflitto di interessi e quando si verifica l'opportunità di astensione. Adesso, invece, si vuole mettere in evidenza quando vige l'obbligo di comunicazione.

⁷⁹ Si ricorda che sottosta alla stessa disciplina dell'amministratore delegato.

⁸⁰ E' annullabile il contratto che il rappresentante conclude con se stesso, in proprio o come rappresentante di altra parte, a meno che il rappresentato lo abbia autorizzato specificatamente ovvero il contenuto del contratto sia determinato in maniera da escludere la possibilità di conflitto di interessi.

⁸¹ Conflitto di interessi del rappresentante.

In linea di principio, gli amministratori dovrebbero disporre di informazioni sufficienti, anche interiormente alla riunione consiliare, per valutare la sussistenza di un interesse rilevante ai fini degli obblighi di comunicazione e astensione precedentemente citati⁸². Quindi l'amministratore non si può sottrarsi agli obblighi di *disclosure* semplicemente non recandosi alla riunione consigliare perché la comunicazione dell'interesse va, pertanto, effettuata senza indugio e comunque prima che l'operazione venga compiuta. Ciò per evitare che il compimento di una determinata operazione fosse stata proposta dall'amministratore di conflitto di interessi ai manager o agli altri amministratori. Per queste ragioni, l'amministratore ha l'obbligo di dare notizia di un suo eventuale interesse non appena venga a conoscenza che una determinata operazione stia per essere deliberata o comunque compiuta, indipendentemente dalla sua eventuale legittimazione a partecipare al processo deliberativo.

Tuttavia, la mancata previsione di un riferimento temporale fa sì che tale comunicazione possa avvenire anche nel corso della riunione a condizione che rispetti i requisiti contenutistici prescritti. E' auspicabile che gli uffici affari societari o la segreteria societaria mettessero a disposizione ai componenti dell'organo appositi moduli per la dichiarazione dell'interesse.

Se, come si è detto, la disciplina codicistica è lacunosa per quanto attiene alle prescrizioni dei termini entro cui effettuare le comunicazioni, al contrario, non lo è per quanto attiene al dettaglio degli obblighi comunicativi.

Infatti, la normativa prevede che l'amministratore deve dare notizia di ogni interesse di cui sia portatore rispetto ad una determinata operazione, *precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata*⁸³. Ciò permette

⁸² Si veda l'ultimo comma dell'articolo 2381 c.c..

⁸³ Art. 2391 comma 1.

all'organo di gestione e all'organo di controllo i dettagli per una valutazione sull'esistenza o meno di un conflitto, anche ai fini dell'ammissione al voto dell'interessato e, in genere, sulla convenienza dell'operazione per la società. Inoltre, l'amministratore è tenuto a chiarire se il suo interesse sia di natura patrimoniale o meno, se sia o meno configgente con quello della società, se si tratti di un interesse attuale o potenziale oltre che ha precisare se ne sia portatore per conto proprio o per conto di terzi, chiarendo in tale eventualità il legame sussistente con tali terzi soggetti. Egli deve anche quantificare i vantaggi e gli svantaggi che gli potrebbero derivare dalle decisioni della società al fine di fornire al consiglio o al comitato i criteri per valutare l'opportunità dell'operazione.

Per quanto riguarda la forma di adempimento del dovere di informazione, la norma non indica i dettami da seguire. Però si ritiene che il rilievo che essa assume sul regime delle impugnazioni delle delibere dell'organo di gestione e sull'eventuale giudizio di responsabilità nei confronti dell'amministrazione sembra imporre il rispetto della forma scritta. Nel dubbio, però, sarebbe opportuno prevederla a livello statutario o all'interno del regolamento di funzionamento del consiglio di amministrazione.

Infine, nel caso in cui l'amministratore dovesse considerare un'operazione potenzialmente dannosa per la società è tenuto a far annotare il proprio dissenso nel libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio di amministrazione e a darne comunicazione scritta al presidente del collegio sindacale. Solo così facendo può esimersi dalla responsabilità di quell'operazione.

1.8.5. La motivazione della delibera

Adesso è chiaro che le delibere di operazioni dove uno o più amministratori sono in conflitto di interessi non sono nulle, ossia sono valide purché siano motivate. Infatti, il secondo comma dell'art. 2391 esplicita che il consiglio di amministrazione deve *adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione*. E' opinione ormai diffusa, che le ragioni e la convenienza dell'operazione è obbligatoria sia nel caso in cui il consiglio di amministrazione decida di dare corso all'operazione sia se dovesse decidere di astenersi dal compimento dell'operazione.

Il contenuto delle deliberazioni consiliari deve ritenersi variabile in funzione della situazione che il consiglio è chiamato ad affrontare. Ad esempio, se l'interesse dell'amministratore è in conflitto con quello della società allora la delibera dovrebbe essere dettagliata dimostrando la convenienza dell'operazione della società. Se invece, l'interesse fosse in linea con quello della società basterebbe una motivazione sintetica che illustri i motivi per cui l'operazione è conveniente per la società.

Infine, in taluni casi, la convenienza dell'operazione per la società potrebbe essere sotto forma di vantaggio compensativo, ad esempio, nel caso in cui un amministratore fosse portatore di un interesse per conto della società capogruppo.

1.9. La responsabilità degli amministratori

1.9.1. La responsabilità degli amministratori verso la società

Per aver subito chiaro di cosa si vuole esporre ebbene fare riferimento alla norma. L'articolo 2392 c.c. al primo comma prescrive che *gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge o dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico o dalle loro specifiche competenze*. Quindi l'attuale disciplina riconduce la responsabilità degli amministratori alla violazione dei doveri specifici posti a loro carico dalla legge e dallo statuto ma anche nel mancato rispetto di due doveri generali: la diligenza professionale e il dovere di operare nell'esclusivo interesse della società⁸⁴.

In particolare, la diligenza richiesta dalla “natura dell'incarico” presuppone il riferimento alla posizione concretamente assunta da ciascun amministratore nell'ambito dell'organo collegiale distinguendo se si tratti di amministratore con o senza deleghe. Per diligenza richiesta dalle *specifiche competenze* introduce un elemento di valutazione che attiene al rapporto tra le attività esercitate dalla società e le cognizioni specifiche dei singoli componenti del consiglio, ossia c'è una graduale responsabilità sulla base delle cognizioni tecniche di ciascun amministratore.

Parte della dottrina ritiene che i doveri generali siano due: il dovere generale di diligenza e il divieto di agire in conflitto di interessi. La maggioranza, invece, ritiene che i doveri generali siano più numerosi. Assieme al divieto di agire in conflitto di interessi e al dovere generale di diligenza si aggiungono: il dovere di impedire il compimento di atti pregiudizievoli o di eliminarne/attenuarne le

⁸⁴ La precedente disciplina prevedeva solo la diligenza del mandatario ossia del “buon padre di famiglia”.

conseguenze dannose, il dovere di non compiere atti eccedenti i limiti statutari al potere di rappresentanza e il dovere di non agire in concorrenza con la società.

Dalla prima lettura della norma si può condividere che il primo problema da affrontare è l'individuazione degli obblighi imposti dalla legge o dallo statuto agli amministratori, la cui violazione comporta la loro responsabilità. La casistica degli obblighi imposti dalla legge per le quali gli amministratori possono essere chiamati a rispondere è piuttosto ampia: si va dagli obblighi posti a garanzia dell'integrità del capitale sociale⁸⁵, a quelli posti a garanzia del corretto impiego del capitale sociale⁸⁶, ma anche gli obblighi riconducibili al dovere di fedeltà⁸⁷ e gli obblighi che attengono alla documentazione delle operazioni sociali e quelli attinenti al regolare funzionamento degli organi sociali⁸⁸. L'inosservanza di tali doveri comporta la responsabilità degli amministratori soltanto se ne deriva un concreto danno per la società.

Sicuramente l'individuazione dei doveri previsti da norme di legge non esaurisce la casistica delle situazioni di responsabilità degli amministratori. Esistono anche quei casi che discendono dagli obblighi più generali (dovere di agire con diligenza e di perseguire l'interesse sociale) che non specificano quale comportamento gli amministratori devono tenere per non esser chiamati a rispondere per i così detti atti di *mala gestio*.

Tutti i doveri fin qui descritti e analizzati rientrano del rapporto, come detto, esistente tra amministratori e società e si devono ritenere riconducibili a obblighi *predefiniti* e obblighi *preesistenti*. Con la prima si intende che la

⁸⁵ Ad esempio: il divieto di distribuire utili fittizi sulla base di bilanci non regolarmente approvati o al dovere di compiere gli adempimenti necessari quando le perdite di esercizio superano un determinato ammontare.

⁸⁶ Un esempio è il divieto di compiere atti di gestione che esorbitino dall'oggetto sociale.

⁸⁷ Per esempio l'obbligo di non concorrenza e il divieto di utilizzare a vantaggio proprio notizie o opportunità d'affari appresi nell'esercizio del proprio incarico.

⁸⁸ Per esempio, l'obbligo di convocare l'assemblea senza indugio in caso di perdite.

definizione di tali obblighi è anteriore all'inizio del rapporto. Invece con la seconda, obblighi preesistenti, si riferisce all'origine degli stessi prescindendo dal rapporto tra amministratore e società. Oltre agli obblighi *generali*, ci sono anche obblighi *specifici*. Essi impongono un determinato comportamento in una data situazione vincolando il potere di gestione. In questo caso, per avere la responsabilità dell'amministratore basta provare che egli non ha tenuto il comportamento specificatamente imposto dalla norma di legge per cui le conseguenze negative sono immediatamente verificabili⁸⁹.

Quindi, sia di fronte agli obblighi specifici che ai doveri generali l'amministratore è in grado (e deve farlo) di valutare *ex ante* gli effetti della sua condotta. Di conseguenza, non sarà il successo o l'insuccesso economico a comportare la responsabilità degli amministratori, bensì la correttezza o meno della gestione.

In sintesi, la *mala gestio* deve essere inquadrata all'interno di una violazione, dolosa o colposa, di obblighi preesistenti in capo agli amministratori. L'inosservanza di tali obblighi legittima la società e i creditori sociali ad agire contro l'organo amministrativo chiedendone la condanna per inadempimento contrattuale. E' da precisare che incombe alla società l'onere di provare l'inadempimento, il danno e l'esistenza del nesso di causa, invece spetta all'amministratore l'onere di provare i fatti che valgono ad escludere o ad attenuare la loro responsabilità.

Da queste considerazioni e dall'intervento della Corte di Cassazione è da ritenere che gli amministratori non possano essere considerati responsabili del semplice insuccesso economico della società. Tale principio comporta che il giudice è tenuto a verificare il comportamento degli amministratori solo alla

⁸⁹ Esempi sono: obbligo di convocare senza indugi l'assemblea in caso di perdite, redazione del bilancio d'esercizio, seguire i principi di redazione del bilancio, obblighi relativi ai conferimenti etc.

luce dell'assenza di un conflitto di interessi e dell'adozione di tutte le cautele necessarie secondo la diligenza professionale escludendo, così, ogni valutazione sulle scelte gestionali dell'amministratore.

La norma, inoltre, prende in esame anche il caso in cui gli amministratori siano più di uno. In questo caso vige il principio della responsabilità solidale degli amministratori che stabilisce che essi sono solidalmente responsabili verso la società per i danni derivati dall'inosservanza dei doveri imposta dalla legge e dallo statuto. Inoltre il principio rimane anche nel caso in cui il comportamento dannoso è direttamente imputabile solo ad alcuni amministratori se gli altri amministratori, essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non abbiano fatto quanto potevano per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose.

Infatti, se è vero che la nuova disciplina non pone a carico degli amministratori il dovere generico di vigilanza sull'andamento della gestione, ma è altrettanto vero che la si può derivare dai rapporti tra il consiglio delegante e amministratori delegati. Precisamente i delegati devono informare il consiglio sull'assetto organizzativo, amministrativo e contabile che essi hanno realizzato e di presentare al consiglio, dei tempi previsti e non oltre i sei mesi, una relazione sull'andamento generale della gestione, sulla sua prevedibile evoluzione e sulle operazioni più significative. Di conseguenza impone agli amministratori non esecutivi di agire in maniera informata prevedendo che ciascuno di essi possa chiedere agli organi delegati di fornire in consiglio le informazioni riguardanti la gestione della società.

Nelle società quotate, inoltre, esistono doveri più impregnanti di informazione che afferiscono ai componenti dei comitati istituiti all'interno del consiglio di amministrazione i quali, come previsto dal Codice di autodisciplina, sono il

comitato per il controllo interno, quello per la remunerazione e il comitato per le nomine. E' da evidenziare che il legislatore richiede che agli amministratori non appena scoprano eventi anche solo potenzialmente dannosi per la società debbano provvedere a mitigarne gli effetti⁹⁰.

L'unica possibilità ammessa dal legislatore all'amministratore per sottrarsi dalla responsabilità è che, essendo esenti da colpa, abbiano fatto annotare senza ritardo il proprio dissenso nel libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio, dandone immediata notizia per iscritto al presidente del collegio. Infatti, neppure l'eventuale autorizzazione assembleare rilasciata rispetto a determinate operazioni sociali agli amministratori, non esonerano quest'ultimi dalla responsabilità dovuta ad atti di *mala gestio*. Questo perché la legge prescrive che la gestione della società spetta esclusivamente agli amministratori.

1.9.2. La responsabilità degli amministratori per opportunità d'affari

Non sempre il conflitto di interessi si concretizza in una vera e propria delibera, bensì nel compimento di un'operazione da parte dell'amministratore. Questo è il caso della cosiddetta *opportunità d'affari* disciplinata al quinto comma dell'art. 2391. In particolare la norma sancisce la responsabilità dell'amministratore per i danni derivati dalla sua azione o omissione ovvero dall'utilizzazione a proprio vantaggio o di terzi di dati, notizie o opportunità di affari appresi nell'esercizio dell'incarico. E' da sottolineare che l'amministratore, quindi, è considerato parimenti responsabile del danno causato alla società se, venendo meno al proprio dovere di lealtà, si appropri o

⁹⁰ Per esempio: l'amministratore che, succeduto ad altro amministratore al quale siano imputabili gravi responsabilità, ometta di porvi rimedio, è responsabile non già dell'attività del precedente amministratore ma della propria colpevole omissione.

premetta a terzi di appropriarsi di informazioni idonee a orientare le scelte economiche. Questo maggior rigore è perché l'amministratore, essendo un gestore di un patrimonio altrui, non può approfittare della sua posizione per conseguire diretti o indiretti vantaggi.

Una questione dibattuta è quella concernente il significato ad attribuire al termine "utilizzazione" delle informazioni apprese nell'esercizio dell'incarico. Precisamente ci si chiede se rilevino ai fini della responsabilità i casi in cui le informazioni siano state effettivamente sfruttate attraverso il compimento di un'operazione ovvero sia sufficiente che l'amministratore comunichi la notizia relativa all'opportunità di affari ad un terzo il quale pur non traendo nessun beneficio faccia sfumare la possibilità della società di concludere un affare. La fattispecie indicata al quinto comma dell'art. 2391 rappresenta una particolare ipotesi di responsabilità. Entrambi le fattispecie appena menzionate rientrano nella responsabilità contrattuale. Mentre la prova del comportamento dell'amministratore che causa un danno alla società deve rispettare i dettami per l'esercizio della azione di responsabilità sociale ossia la società deve dimostrare che tale comportamento è contrario allo standard legale di diligenza; lo sfruttamento illecito di opportunità d'affari non richiede tale prova. E' sufficiente dimostrare che l'amministratore ha utilizzato a proprio vantaggio o di terzi una notizia relativa ad un'operazione rientrante nell'ambito di applicazione della norma. Ciò nonostante sono applicabili, in quanto compatibili, le norme indicate degli articoli 2393 c.c. e 2393-bis c.c..

1.9.3. La responsabilità degli amministratori verso i creditori sociali

Gli amministratori non rispondono solo nei confronti della società ma anche nei confronti dei creditori sociali per l'inosservanza degli obblighi inerenti la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale. Però l'azione può essere promossa dai creditori quando il patrimonio sociale risulti insufficiente al soddisfacimento dei loro crediti.

La conservazione dell'integrità sociale incorpora due distinte obbligazioni: l'una verso la società, l'altra verso i creditori sociali.

Come accennato precedentemente, mentre l'amministratore può essere convenuto da parte della società in presenza di qualsiasi pregiudizio patrimoniale conseguente ad un suo inadempimento, nei confronti dei creditori sociali l'obbligazione risarcitoria scatta solo se e quando il pregiudizio subito dal patrimonio abbia determinato l'incapienza patrimoniale della società.

C'è da aggiungere che il concetto di insufficienza patrimoniale non deve essere confuso con quello di insolvenza. Infatti, il primo si riferisce come una situazione di eccedenza delle passività sulle attività mentre il secondo può manifestarsi anche in assenza della più grave situazione di insufficienza patrimoniale.

E' interessante sottolineare che il termine di prescrizione quinquennale inizia a decorrere non dal momento in cui si è verificato lo stato di sbilancio patrimoniale, ma dal momento in cui i creditori sociali ne siano venuti a conoscenza. Tale termine è più allungato se i fatti da cui scaturisce l'azione dei creditori configurano fattispecie di reato per le quali la legge prevede un termine più lungo dei cinque anni.

In sintesi, la responsabilità degli amministratori verso i creditori sociali ha bisogno di due circostanze. La prima è che avvenga la violazione da parte degli amministratori di uno dei doveri ad essi imposto dalla legge o dallo statuto che abbia determinato una riduzione del patrimonio sociale; la seconda è che il patrimonio sociale sia di conseguenza non più sufficiente a soddisfare i creditori.

In dottrina si dibatte però sulla qualificazione dell'azione. In particolare se l'azione di responsabilità deve essere intesa come azione diretta e autonoma dei creditori o surrogatoria. La differenza è netta. Perché solo nell'azione diretta e autonoma, l'esito dell'azione andrà a vantaggio dei creditori e inoltre gli amministratori non potranno opporre ai creditori agenti le eccezioni opponibili alla società. E' opinione prevalente in dottrina quest'ultima via⁹¹.

A questo punto si può mettere in evidenza che tra l'azione sociale di responsabilità e quella spettante ai creditori sociali ci siano delle notevoli interferenze. La circostanza si manifesta quando la società abbia già esperito l'azione nei confronti degli amministratori e così abbia ottenuto la reintegrazione del patrimonio sociale. In questo caso i creditori non possono più agire nei confronti degli amministratori dato che gli amministratori sono tenuti a risarcire una sola volta il danno. Non solo, ma l'eventuale transazione intervenuta tra la società e gli amministratori paralizza l'azione sociale dei creditori, salvo la possibilità di impugnare l'atto realizzato con l'azione revocatoria nel caso in cui risulti pregiudizievole per i creditori sociali. Differente, però, è il caso in cui la società abbia rinunciato all'azione contro gli amministratori. Questa ipotesi infatti non impedisce l'esercizio dell'azione da

⁹¹ Gian Franco Campobasso, *Manuale di diritto commerciale*, Utet, Torino, Pag. 256.

parte dei creditori sociali per l'ovvia ragione che il patrimonio sociale non è stato integrato.

Si discute se la responsabilità deve avere una natura contrattuale o extracontrattuale. La diversa configurazione è importata sotto il punto di vista della prova. Infatti nel caso in cui si tratti di responsabilità contrattuale è sufficiente che l'attore provi l'inadempimento degli amministratori, spettando a questi ultimi provare di essere immuni da colpa per essere esenti dalla responsabilità. Invece, nel caso si trattasse di responsabilità extracontrattuale, l'onere della prova ricade sull'attore che non solo dovrà dimostrare il danno subito ma anche la colpa dell'amministratore. La giurisprudenza opta per la configurazione della responsabilità di natura contrattuale.

1.9.4. La responsabilità degli amministratori verso il singolo socio o terzi

Il primo comma dell'art. 2395 c.c. toglie qualsiasi dubbio sulla possibile interferenza con la responsabilità verso i soci o i terzi con gli altri tipi di responsabili appena visti. Infatti, la norma stabilisce che le azioni di responsabilità della società e dei creditori sociali *non pregiudicano il diritto al risarcimento del danno spettante al singolo socio o al terzo*. Inoltre indica che l'azione individuale del socio o del terzo spetta al socio o al terzo che siano stati direttamente danneggiati nel proprio patrimonio da atti dolosi o colposi compiuti dagli amministratori nell'esercizio delle funzioni gestorie.

Quindi il singolo socio o il singolo terzo per chiedere il risarcimento dei danni devono intercorrere due presupposti: il primo il compimento da parte degli amministratori di un atto illecito nell'esercizio del loro ufficio; il secondo la produzione di un danno diretto al patrimonio del singolo socio o singolo terzo

ossia di un danno che non sia un semplice riflesso del danno eventualmente subito dal patrimonio sociale, in caso contrario la responsabilità deve essere ricondotta a quella da fatto illecito prevista in via generale dall'art. 2043c.c.

In pratica occorre distinguere se il danno si è prodotto direttamente nel patrimonio personale dei soci o dei terzi quale immediata conseguenza degli atti illeciti compiuti dagli amministratori e, in questo caso, l'azione esperibile è quella prevista dall'articolo 2395c.c.; oppure se il danno incide sul patrimonio sociale e il socio o il terzo subiscono soltanto indirettamente, in via mediata e riflessa le conseguenze pregiudizievoli, l'azione esperibile è quella sociale ovvero se ne ricorrono i presupposti, l'azione di spettanza dei creditori.

Tuttavia è possibile anche il cosiddetto cumulo delle azioni ossia quando uno stesso atto illecito da parte degli amministratori abbia leso sia la posizione giuridica della società e dei singoli soci o terzi⁹².

Come per la responsabilità verso i creditori sociali, anche qui si dibatte se la responsabilità sia di natura contrattuale o extracontrattuale. L'opinione prevalente in dottrina considera la responsabilità verso i singoli soci o singoli terzi di natura contrattuale poiché deriva dall'inadempimento di obblighi che lo statuto o la legge impongono all'amministrazione per il corretto esercizio delle sue funzioni.

C'è da mettere in evidenza, purtroppo, che l'azione posta in essere dal singolo socio o dal singolo terzo non ha avuto successo in pratica. Questo perché l'onere probatorio spetta a chi invoca la responsabilità dell'amministratore.

La prescrizione dell'azione è di cinque anni e il termine inizia a decorrere non dal momento in cui il danno si è verificato, ma dal momento in cui è stato compiuto l'atto che ha poi determinato il danno.

⁹² Un esempio in sintesi è quando l'amministratore ottiene finanziamenti attraverso la rappresentazione di una falsa situazione economica della società.

1.10 Gli amministratori nei modelli alternativi

1.10.1. Gli amministratori nel modello dualistico: il consiglio di gestione

La disciplina del diritto societario stabilisce che nel modello dualistico la gestione dell'impresa spetta esclusivamente al consiglio di gestione, il quale ha, dunque, il potere/dovere di compiere tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale. La normativa sul consiglio di gestione ricalca quasi testualmente quella dettata nel modello tradizionale riguardo alle competenze degli amministratori, anche se, nell'ambito del sistema dualistico, assume un significato più rilevante. Infatti, il sistema dualistico si caratterizza per essere il modello di governance che più realizza la dissociazione tra proprietà e gestione. Di conseguenza sono massimi i gradi di libertà con i quali possono operare coloro che devono esercitare le funzioni gestorie, sempre nei limiti della legge e dello statuto. Questo perché l'assemblea dei soci perde la possibilità di designare o revocare i gestori né, in linea di principio, approvare il bilancio e né quella di deliberare sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento degli atti degli amministratori. Tutto sarà più chiaro in seguito.

Innanzitutto, la nomina (così anche la revoca) dei consiglieri di gestione spetta al consiglio di sorveglianza⁹³. Per la sola materia dei compensi è invece possibile derogare alla regola generale di assegnazione delle competenze, attribuendo il potere di determinarli all'assemblea.

In linea generale, la nomina è effettuata con una delibera del consiglio di sorveglianza assunta con gli stessi *quorum* indicati per l'assemblea dei soci nel

⁹³Invece, il consiglio di sorveglianza è nominato dall'assemblea dei soci.

modello tradizionale. Pertanto, chi è in grado di designare la maggioranza dei consiglieri di sorveglianza, è in grado di fare nominare la totalità dei componenti del consiglio di gestione⁹⁴.

Una delle maggiori differenze rispetto al modello tradizionale è che il consiglio di gestione non può essere monocratico ossia composta da un unico gestore. La norma è chiara: *“la gestione spetta al consiglio di gestione”*⁹⁵ e, inoltre, *“è costituito da un numero di componenti, anche non soci, non inferiore a due”*.

Altra differenziazione si può rintracciare nelle cause di ineleggibilità e decadenza. La disciplina del consiglio di gestione prevede due cause. La prima è generale, valida per tutti gli amministratori, esposta nel modello tradizionale. La seconda causa è peculiare. Essa riguarda una causa di ineleggibilità specifica, ossia i componenti del consiglio di gestione non possono essere nominati i consiglieri di sorveglianza. Così, parallelamente, non possono essere eletti alla carica di componente del consiglio di sorveglianza i componenti del consiglio di gestione.

La durata dell'incarico dei componenti del consiglio di gestione è la stessa relativa agli amministratori nel modello tradizionale. Tuttavia, la norma precisa, che la scadenza del mandato è fissata alla data della riunione del consiglio di sorveglianza convocato per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio della loro carica.

C'è da sottolineare un aspetto caratteristico ossia quello relativo alla sostituzione dei consiglieri di gestione. Innanzitutto, competente alla delibera di sostituzione è il consiglio di sorveglianza. Ciò permette una notevole rapidità di intervento poiché i tempi e costi di convocazione del consiglio di sorveglianza

⁹⁴ Per la nomina di entrambi i consigli possono essere introdotte clausole statutarie come l'elezione per voto di lista.

⁹⁵ La formulazione nel modello tradizionale è *“la gestione spetta agli amministratori”*.

sono, infatti, irrisori rispetto a quelli che caratterizzano la convocazione dell'assemblea ordinaria nel modello tradizionale.

Un'altra norma che disciplina il consiglio di gestione e i suoi membri è l'art. 2373 c.c. , il quale descrive il conflitto di interessi. In particolare nel secondo comma afferma: *“i componenti del consiglio di gestione non possono votare nelle deliberazioni riguardanti la nomina, la revoca o la responsabilità dei consiglieri di sorveglianza”*. Tuttavia, nell'ipotesi che la durata dei due organi sia di tre esercizi e sia la scadenza avvenga nel medesimo anno solare può creare dei problemi. In poche parole, significa che i gestori scadono di fronte ad un organo, il consiglio di sorveglianza, anch'esso a scadenza. E' palese il conflitto di interessi che vi sarebbe se i gestori, ovviamente, se fossero altresì soci, partecipassero alla nomina dei nuovi membri del consiglio di sorveglianza cioè di coloro che avranno il compito specifico di verificare la correttezza dell'amministrazione, nonché i poteri di revoca e di promozione dell'azione di responsabilità nei loro confronti. Inoltre la situazione descritta rischia di presentarsi con notevole frequenza poiché l'attribuzione di azioni della società al management è una forma di remunerazione sempre più utilizzata, ed è addirittura tipica nelle società familiari. Di conseguenza è opportuno introdurre nello statuto clausole che impediscano il verificarsi di tale situazione. Per esempio, l'introduzione di una clausola che indichi il soggetto che nel nuovo consiglio di sorveglianza deve procedere alla nomina dei componenti dell'organo di gestione.

Infine, per una completezza espositiva, al consiglio di gestione si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni degli articoli 2380*bis*, quinto comma, 2381, sesto comma, 2382, 2383, quarto e quinto comma, 2384, 2385, 2387, 2390, 2392, 2394, 2394*bis*, 2395.

1.10.2. Gli amministratori nel modello monistico: il consiglio di amministrazione

Il sistema monistico prevede che il governo della società sia affidato ad un unico organo. La funzione di amministrazione è esercitata dal consiglio di amministrazione nominato dall'assemblea dei soci e la funzione di controllo è svolta da un comitato per la gestione costituito all'interno del consiglio di amministrazione composto unicamente da amministratori indipendenti. Di conseguenza, il sistema monistico si caratterizza per la mancanza di un organo indipendente quale il collegio sindacale o consiglio di sorveglianza cui sia affidata la funzione di controllo sulla gestione.

La disciplina del consiglio di amministrazione nel modello monistico ricalca sostanzialmente quella dettata per gli amministratori del sistema tradizionale. Tuttavia, al fianco della caratteristica peculiare accennata prima, c'è ne sono altre che differenziano i due sistemi. In particolare, l'organo amministrativo non può essere monocratico. Inoltre, almeno un terzo degli amministratori debba essere in possesso dei requisiti di indipendenza stabili dalla legge e, se lo statuto lo prevede, di quelli previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati. Ciò fa ritenere l'opportunità di mantenere un certo equilibrio tra amministratori esecuti e non esecutivi e membri del comitato potrebbe indurre a prefigurare consiglio di amministrazione piuttosto ampi.

C'è da sottolineare che la relazione accompagnatoria al decreto legislativo che ha introdotto il modello monistico nel codice civile indicava che tale modello avrebbe comportato un risparmio di costi e di tempi e un'elevata trasparenza

tra gli organi di amministrazione e di controllo. Il fatto da rilevare è che il codice di autodisciplina per le società quotate stabilisce che tali società devono prevedere in seno al consiglio un comitato di controllo interno con compiti e funzioni simili in gran parte a quelli che la legge attribuisce al comitato di controllo sulla gestione. Conseguentemente, nel complesso, tale situazione potrebbe rendere effimera la riduzione dei costi e la maggiore flessibilità gestoria.

Per quanto riguarda la disciplina della sostituzione si nota che se il membro venuto a mancare è componente del consiglio di amministrazione, ma non del comitato interno di controllo, si applica la medesima disciplina del modello tradizionale. Tuttavia, l'approvazione della nomina spetta al comitato di controllo interno della gestione.

Come accennato, nel consiglio di amministrazione deve essere composto anche da amministratori in possesso degli stessi requisiti di indipendenza del collegio sindacale. Però, proprio l'eliminazione del collegio sindacale in questo sistema di governance avrebbe dovuto suggerire requisiti di indipendenza particolarmente rigorosi per una parte dei membri del consiglio, così come avviene nei più rigorosi principi di indipendenza vigenti in altri ordinamenti e in quelli adottati nel Codice di autodisciplina della Borsa. In particolare, il legislatore prende in considerazione solo le relazioni vigenti e attuali, ma non quelle passate tra il soggetto, la società e gli altri amministratori. Pertanto, possono essere nominati amministratori indipendenti i revisori contabili o l'amministratore delegato al quale non sia stato rinnovato l'incarico così anche quei soggetti che intrattengano rapporti di consulenza o di prestazione d'opera continuativa, o altri rapporti di natura patrimoniale. Lo stesso discorso può farsi con riferimento alle nomine incrociate di amministratori indipendenti. È infatti,

prassi diffusa nei sistemi anglosassoni quella di nominare quali membri indipendenti del proprio consiglio alti dirigenti e amministratori esecutivi di imprese esterne al gruppo. Certo questa soluzione ha il particolare vantaggio nella valutazione dell'accuratezza dei processi decisionali in seno al consiglio in quanto essi possiedono una particolare competenza al riguardo. Però, parallelamente, potrebbero essere frenati o attutiti un atteggiamento di maggior rigore di controllo e la velocità di reazione nel denunciare eventuali negligenze verso soggetti che svolgono la medesima attività lavorativa.

La situazione diventa potenzialmente patologica nel momento in cui vi sia una sorta di reciprocità tra due o più imprese non legate da rapporti di controllo o di gruppo, ciascuna delle quali nomini quali membri indipendenti del proprio consiglio gli amministratori esecutivi dell'altra. Un timore di rappresaglie rappresenterebbe un fortissimo disincentivo per questi soggetti ad un controllo efficace. Inoltre l'articolo di riferimento per i requisiti di indipendenza (art. 2399 c.c.) fa riferimento ai soli rapporti familiari con gli amministratori del gruppo e non considera l'eventuale rilevanza dei rapporti di natura economica con questi. Inoltre, tace del tutto sui rapporti, siano essi di natura personale od economica, con gli altri dirigenti della società o del gruppo. Inoltre, la normativa non fa riferimento ai rapporti con il socio persona fisica.

In sostanza l'art. 2399 c.c. introduce unicamente il concetto di società, parlando di ineleggibilità di coniugi, parenti e affini degli amministratori della *società* controllante e dipendenti della *società* controllante. Quindi non viene preso in considerazione il rapporto dei potenziali amministratori indipendenti con il soggetto controllante persona fisica, per esempio, nella società controllata potrebbe essere nominato quale amministratore indipendente il fratello del socio di controllo. In sostanza sarebbe opportuno in tema di indipendenza

riferirsi non solo ai rapporti economici e di parentela con la società, ma anche a quelli dell'azionista o gruppo di azionisti che controllano la società.

A questo proposito, l'art. 3 del Codice di autodisciplina è eloquente infatti indica che: *“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 questo ambito un problema potrebbe riguardare la valutazione dell'indipendenza degli amministratori. Essa è periodicamente affidata al consiglio di amministrazione stesso ma, quantomeno, l'esito della valutazione è comunicato al mercato.

La penultima norma della disciplina del modello monistico indica le norme applicabili allo stesso. In particolare stabilisce che al consiglio di amministrazione si applicano, in quanto compatibili, gli articoli da 2380*bis*, 2381, 2382, 2383, 2384, 2385, 2386, 2387, 2388, 2389, 2390, 2391, 2392, 2393, 2393*bis*, 2394, 2394*bis*, 2395.

2 IL CONTROLLO SULLA SOCIETA'

2.1 La nozione di assemblea: la costituzione e le maggioranze dell'assemblea ordinaria

Precedentemente si sono illustrate tutte le caratteristiche del consiglio di amministrazione tra le quali la nomina. Come detto, la nomina del consiglio di amministrazione spetta esclusivamente all'assemblea ordinaria. In questo paragrafo si vuole descrivere cosa si intende per assemblea e il suo reale funzionamento.

Si potrebbe definire assemblea come la riunione dei soci indetta in conformità a quanto stabilito dalla legge per deliberare sugli oggetti riservati alla sua competenza. Da qui sono importanti le regole di funzionamento assembleari: il metodo collegiale e il principio maggioritario.

Il metodo collegiale richiede la riunione dei soci per assumere valide deliberazioni. Ciò comporta la convocazione di tutti i soci in modo tale, che prima di deliberare, possano partecipare ed esprimere il loro parere formando la volontà assembleare secondo il procedimento previsto dalla legge⁹⁶. In tal senso, non si confonde la volontà assembleare con la volontà dei soci che hanno la maggioranza. In quest'ultima circostanza ci si riferisce al principio maggioritario il quale assoggetta il singolo socio alla volontà espressa dalla maggioranza. Questo permette che la volontà della maggioranza si imponga sulla minoranza in quanto garanzia per il funzionamento della società per la concreta perseguibilità dell'oggetto sociale.

⁹⁶ La riunione deve svolgersi secondo procedure espressamente regolamentate dalla norma, non derogabili da parte dei soci.

A seconda dell'oggetto delle deliberazioni, l'assemblea si distingue in ordinaria e straordinaria. Dopo la riforma del 2003, le competenze dell'assemblea ordinaria variano a seconda del sistema di amministrazione e di controllo adottato. Nel sistema tradizionale e monistico l'assemblea approva il bilancio, nomina e revoca gli amministratori, sindaci e il presidente del collegio sindacale, determina il compenso degli amministratori e dei sindaci, delibera sulla responsabilità degli amministratori e dei sindaci, etc. Invece, per quanto riguarda il sistema dualistico l'assemblea a competenze più ristrette (art. 2364bis c.c.). In ogni caso rientrano comunque nella competenza dell'assemblea ordinaria tutte le deliberazioni che non sono di competenza dell'assemblea straordinaria. Quest'ultima delibera, in generale, su tutte quelle materie che riguardano le modificazioni dello statuto, fusioni con altre società, scissioni, etc.

Al fine di questa trattazione è importante mettere in evidenza la costituzione e le maggioranze dell'assemblea ordinaria perché ad essa solo spetta la nomina, revoca, compenso degli amministratori, sindaci e presidente del collegio sindacale nonché delibera sulla loro responsabilità.

L'assemblea ordinaria è regolarmente costituita (*quorum costitutivo*), in prima convocazione, con la presenza di tanti soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale (art. 2368 c.c.). Sono escluse dal computo le azioni istituzionalmente senza diritto di voto (ad esempio, azioni di godimento e azioni di risparmio⁹⁷). Esso risponde all'esigenza del metodo collegiale, infatti, con una partecipazione inferiore l'assemblea non può neanche essere legittimata ad iniziare la discussione.

⁹⁷ Anche le azioni privilegiate sono escluse dal computo ma sono invece conteggiate nell'assemblea straordinaria, infatti, essi sono denominate azioni con voto limitato.

Le deliberazioni vengono assunte con la maggioranza assoluta dei presenti, a meno che lo statuto non preveda una maggioranza più elevata (*quorum deliberativo*). Questo risponde al cosiddetto principio maggioritario. In questo caso, le azioni da tenersi nel computo sono inferiori rispetto al *quorum costitutivo*. Infatti, le azioni per le quali non può essere esercitato il diritto di voto e delle quali deve tenersi conto ai fini del *quorum costitutivo* (ad esempio le azioni del socio moroso⁹⁸) non sono computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione della deliberazione. Così anche le azioni del socio che, essendo in conflitto di interessi, abbia dichiarato di astenersi dal voto e le azioni possedute da società controllate non sono computate ai fini del calcolo del *quorum deliberativo*. In pratica, il *quorum deliberativo* riduce le maggioranze previste dal *quorum costitutivo*.

Se nell'assemblea in prima convocazione non viene raggiunto il numero minimo di presenze richieste, la riunione viene rinviata alla data prevista per la seconda riunione. In questo caso, i *quorum* sono ridotti. In particolare, l'assemblea ordinaria è regolarmente costituita qualunque sia la percentuale di capitale intervenuto e delibera a maggioranza delle azioni che hanno preso parte alla votazione. E' così evitata la paralisi decisionale dell'assemblea.

⁹⁸ Sono azioni per le quali il voto è temporaneamente sospeso.

2.2 Il conflitto di interessi del socio

Con l'esercizio del diritto di voto in assemblea il socio concorre alla formazione della volontà sociale in proporzione del numero di azioni possedute. Di conseguenza uno o più soci che possiedono la maggioranza delle azioni, sempre in rispetto a quanto previsto dal *quorum deliberativo*, sono decisivi a far passare una delibera piuttosto che un'altra. Ma questo potere democratico può diventare nella realtà un potere assoluto tanto da poter arrecare danno alla società in vantaggio al socio. Per questo motivo, il codice civile prevede dei limiti di esercizio del voto. In particolare, l'art. 2373 c.c. denominato “*Conflitto di interessi*” prevede che la deliberazione approvata con il voto determinante dei soci che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quella della società è impugnabile qualora possa recarle danno. Com'è chiaro, in presenza di tale situazione, al socio non è fatto divieto di votare come prevedeva la precedente disciplina. Il socio è infatti libero di votare o di astenersi, ma solo nel caso in cui vota la delibera ed essa è approvata con il suo voto determinante è impugnabile. In altre parole, la delibera è annullabile se concorrono due circostanze: il suo voto sia stato determinante e la delibera possa danneggiare la società.

La stessa norma, inoltre, delinea altri due ipotesi tipiche di conflitto di interessi:

- vieta ai soci amministratori di votare nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità;
- vieta, nel sistema dualistico, ai componenti del consiglio di gestione di votare nelle deliberazioni riguardanti la nomina, la revoca o la responsabilità dei consiglieri di sorveglianza.

Tuttavia la norma reprime gli abusi della maggioranza a danno del patrimonio sociale ma non rispetto ai soci di minoranza. Per esempio, si delibera sistematicamente di non distribuire dividendi per deprimere il valore di mercato delle azioni e costringere il socio di minoranza a svendere i proprio titoli. In questi casi, non può essere invocabile l'art. 2373 c.c. ma si rinvia al principio generale di correttezza e buona fede nell'attuazione del contratto. Quindi, si può affermare che una delibera è annullabile anche quando la stessa sia ispirata dal solo scopo di danneggiare singoli soci.

2.3 I patti parasociali

I patti parasociali (o patto di sindacato) sono accordi con i quali alcuni soci si impegnano a concordare preventivamente il modo in cui votare in assemblea. I sindacati possono avere carattere occasionale o permanente. In questo secondo caso, possono essere a tempo determinato o a tempo indeterminato, nonché riguardare tutte le delibere assembleari o soltanto quelle di un determinato tipo (ad esempio, nomina degli amministratori). Quindi la natura giuridica dei patti parasociali è quella dei contratti plurilaterali con comunione di scopo. Lo scopo comune è quello della stabilizzazione dell'assetto proprietario di una S.p.A. o del suo controllo. Ciò, però, può comportare anche dei pericoli. Basti pensare ai sindacati di comando dove il procedimento assembleare finisce con l'essere rispettato solo formalmente, dato che di fatto le decisioni vengono prese prima e fuori dall'assemblea.

I patti parasociali hanno solo un'efficacia obbligatoria e non reale. Questo significa che il patto produce effetti solo tra i sottoscrittori e non verso i terzi. Perciò il voto dato in assemblea resta valido anche se espresso in violazione degli accordi di sindacato, ma il socio che ha votato in modo difforme da quanto preventivamente convenuto sarà tenuto a risarcire i danni da lui arrecati agli altri aderenti al patto.

In questo ambito allora sarà necessario capire il profilo su cui incidono i sindacati di voto cioè l'esatta individuazione dei reali centri di potere delle società che essi concorrono a determinare, attraverso la concentrazione e l'indirizzo unitario dei voti. Ed è proprio questa la via imboccata negli ultimi anni dal legislatore.

In questa trattazione verrà esposta solo la disciplina della società quotate. In particolare i patti a tempo determinato non possono avere durata superiore ai tre anni. Inoltre, essi sono soggetti ad una particolare regime di pubblicità. Infatti, i sindacati di voto e gli altri patti parasociali devono essere comunicati alla Consob, pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana e depositati presso il registro delle imprese del luogo dove la società ha la sede legale, entro brevi termini fissati dalla legge. La violazione di tali obblighi di trasparenza è pesantemente sanzionata in quanto comporta la nullità dei patti e la sospensione del diritto di voto relativo alle azioni sindacate. In caso di inosservanza, la delibera assembleare è impugnabile, anche da parte della Consob, qualora sia stata adottata con il voto determinato di tali azioni.

Esistono molteplici forme di patti parasociali, tra queste ci sono alcune elencate espressamente dal codice civile in modo da assoggettarle alla speciale disciplina. Per le altre, così come tutti gli altri accordi, devono avere oggetto lecito, possibile, determinato e determinabile ed una causa lecita⁹⁹. L'elenco previsto dall'art. 2341 bis c.c. riguarda i patti che:

- hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che la controllano (sindacati di voto);
- pongono limiti di trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano (sindacati di blocco);
- hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società.

In questa sede, si vuole tralasciare i dettagli delle singole fattispecie dato che le ragioni sottostanti già si sono esposte e si vuole soffermare su delle clausole o regole che permettono in pratica di dare una stabilità agli assetti proprietari

⁹⁹ Così come previsto, in generale, per i contratti.

delle società o di disciplinare gli eventi nell'ipotesi di scioglimento della partnership societaria¹⁰⁰.

Alcuni esempi sono:

- **look-up**: impossibilità delle parti di cedere la propria quota di partecipazione per un determinato periodo di tempo¹⁰¹;
- **prelazione**: il socio che intende vendere in tutto o in parte la propria quota di partecipazione è obbligato ad offrirla in vendita agli altri soci alle medesime condizioni offerte dal terzo acquirente;
- **clausola di gradimento**: questa clausola obbliga la parte che intende alienare una certa quota di partecipazione a richiedere il preventivo gradimento sul nominativo dell'acquirente agli altri sottoscrittori di tale clausola¹⁰²;
- **take along**: un socio si impegna a fare sì che, in caso di vendita della propria partecipazione, il relativo acquirente si renda cessionario anche delle partecipazioni di quei soci che dichiarino di volere dismettere le loro partecipazioni¹⁰³.

¹⁰⁰ Essi si fondano sui sindacati di blocco.

¹⁰¹ Basti pensare all'Alitalia. Esiste un accordo, appunto look-up, che permette o dovrebbe permettere alla società di avere una proprietà italiana impedendo alla Cai di vendere le azioni prima di un determinato periodo di tempo. In pratica questa clausola permette di stabilizzare l'assetto proprietario per il periodo di svolgimento di un piano industriale.

¹⁰² E' un meccanismo per controllare gli ingressi nella compagine sociale.

¹⁰³ La clausola può consentire al socio avente diritto di beneficiare delle medesime condizioni economiche che vengono offerte al socio obbligato e/o di liquidare la propria partecipazione in concomitanza con l'uscita dalla compagine sociale dei soci di maggioranza.

2.4. Le partecipazioni e le strutture formali di gruppo

Le partecipazioni tra società possono porre in essere un intenso sistema di vincoli per le imprese partecipanti nelle quali una di esse (la capo-gruppo) detiene nelle altre società (controllate) quote di capitale richieste per l'espletamento del controllo formando così il gruppo aziendale.

Le suddette partecipazioni, in base alla funzione che esse svolgono, possono essere classificate in partecipazioni totalitarie, di maggioranza assoluta, relativa e di minoranza.

E' evidente che le partecipazioni totalitarie sono presenti quando una società madre possiede l'intero pacchetto azionario e quindi esercita il massimo del controllo sul gruppo essendo assenti completamente gli azionisti di minoranza.

Le partecipazioni di maggioranza assoluta, invece, pur avendo la presenza in contrapposizione di azionisti di minoranza, consentono il controllo sulla maggioranza del capitale azionario e sui diritti di voto nell'assemblea da parte della società madre. Anche le partecipazioni di maggioranza relativa danno la stessa facoltà di controllo della società madre con l'unica differenza che queste partecipazioni non superano il cinquanta per cento più uno del capitale sociale.

Le partecipazioni minoritarie rappresentano sia nel caso di capitale sociale che nei diritti di voto interessi minoritari. In questo caso, i motivi in base ai quali gli azionisti detengono tali azioni sono: d'investimento o d'interesse alla gestione.

Gli azionisti di investimento sono interessati esclusivamente alla remunerazione del capitale¹⁰⁴ investito, infatti non partecipano in modo attivo alla vita della società. Mentre le partecipazioni detenute per motivi di interesse alla gestione configurano le cosiddette minoranze qualificate. Esse non solo danno

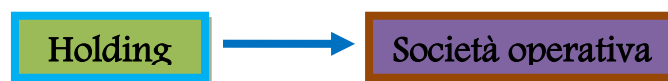
¹⁰⁴ Dividenti e capital gain.

importanza ai frutti del loro investimento ma intendono anche partecipare alle decisioni che vengono prese dal capitale di controllo.

A seconda di come le partecipazioni si formano, esse possono creare rapporti di diverso tipo e configurare diverse strutture di gruppo; tale che si possa distinguere in:

- unilaterali, dirette o a cascata (indirette);
- bilaterali o reciproche;
- multilaterali o circolari.

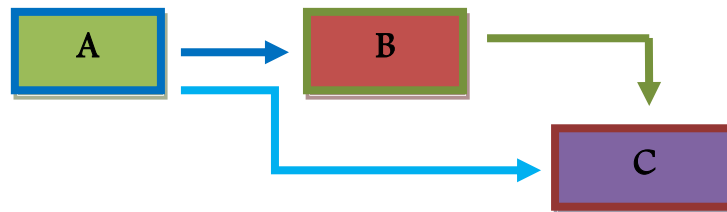
La tipologia di struttura unilaterale è la più semplice. Essa si configura quando la società madre (Holding H) partecipa direttamente nel capitale delle affiliate (Società operativa X).



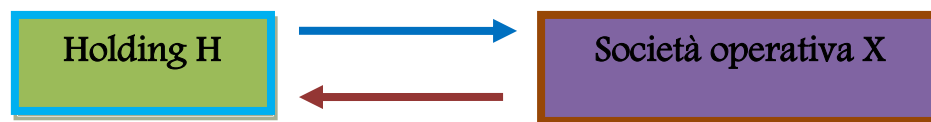
Al fianco delle partecipazioni dirette, si possono avere le cosiddette partecipazioni a cascata. In questo caso si ha che una società madre (Top Holding H) possieda una partecipazione diretta in una seconda società (Sub Holding K), la quale, a sua volta, ha una partecipazione azionaria in una terza società (Società operativa X). E' chiaro che in questo caso la top-holding controllerà indirettamente la terza società.



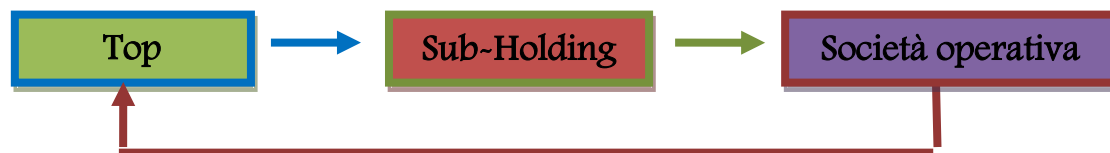
Nella realtà può anche accadere che la società capogruppo (A) controlli l'ultima società in parte indirettamente (C), attraverso una società intermedia (B), e in parte direttamente, attraverso il possesso di azioni di quella società.



Infine, la struttura multilaterale rende la struttura del gruppo aziendale molto più complessa dovuta dalle partecipazioni reciproche e circolari. In particolare si ha una struttura a catena diretta e le partecipazioni sono reciproche. Sia la capogruppo, con la quota di maggioranza, che la sussidiaria, sono legata da un rapporto di partecipazione diretto l'una all'altra. Tale situazione può provocare conseguenze assai gravi, simile all'annacquamento del capitale perché si possono gonfiare artificialmente il valore del capitale sociale. In pratica, entrambe le società vengono ad avere una partecipazione indiretta con se stesse, partecipazione che equivale ad una riduzione di capitale e a una diminuzione delle garanzie per i terzi.



Un'altra struttura multilaterale è quella a catena indiretta derivante da partecipazioni circolari che sono una combinazione di quelle indirette e reciproche.



Il problema delle partecipazioni reciproche è disciplinato dall'art. 2359 bis c.c. stabilendo che la società controllata non può acquistare azioni o quote della società controllante se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Inoltre possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate e la società controllata da altre non può esercitare il diritto di voto nelle assemblee di queste.

2.5 L'attività di direzione e coordinamento

Prima di descrivere la normativa che disciplina l'attività di direzione e coordinamento è opportuno evidenziare cosa si intende per società controllate e società collegate.

A supporto viene l'art. 2359 c.c. il quale precisa che sono da considerare società controllate le società che si trovano, direttamente o indirettamente, sotto l'influenza dominante di un'altra società (controllante). In particolare si ha quando:

- le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria (partecipazione maggioritaria assoluta). In tal caso, la possibilità di esercitare un'influenza dominante è palese in quanto la società controllante è in grado, fra l'altro, di nominare gli amministratori della controllata;
- le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria. Anche in questo caso il rapporto di controllo si fonda sulla partecipazione del capitale però essa non è assoluta ma bensì relativa;
- le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa. Questa ipotesi non presuppone la partecipazione azionaria ma solo particolari rapporti contrattuali tali da porre una società in una situazione oggettiva di dipendenza economica rispetto ad un'altra, tale da compromettere esistenza e sopravvivenza.

Solo per quanto riguarda il controllo azionario (attraverso le partecipazioni) si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a

persona interposta, con esclusione però dei voti per conto terzi¹⁰⁵. Il legislatore è chiaramente consapevole che il controllo azionario può essere non solo diretto ma anche indiretto, del resto come messo in evidenza nel paragrafo “*Le partecipazione e le strutture formali di gruppo*”.

Per quanto riguarda le società collegate, la norma indica che sono da considerarsi tali quelle società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole, ma non dominante. L'influenza notevole si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società partecipata ha azioni quotate in borsa (art. 2359, 3° comma).

E' stato necessario introdurre la definizione di società controllate perché, in presenza di un rapporto di controllo societario, il legislatore fa presumere l'esercizio dell'attività di direzione e di coordinamento di società; dove si concretizza l'essenza del fenomeno di gruppo¹⁰⁶ con conseguente applicazione delle specifiche disposizioni introdotte con la riforma del 2003 per le società e gli enti che tale attività la esercitano (art. 2497 e segg.)

L'art. 2497 primo comma esprime il principio generale nel quale le società o gli enti che esercitano attività di direzione e coordinamento di società rispondono direttamente nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività e al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società, quando questi agiscono nell'interesse proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime. Quindi il presupposto necessario per invocare la responsabilità della

¹⁰⁵ Per esempio i voti per delega.

¹⁰⁶ Ad oggi, manca una disciplina generale direttamente riferita ai gruppi di società. Tra i motivi di tale lacuna forse è la volontà del legislatore di non ingabbiare rigidamente le diverse sinergie tra le società o è semplicemente da collegare al fatto che è arduo dare una definizione puntale di gruppo per la sua continua evoluzione.

capogruppo è dato dall'esistenza di un'azione gestionale che si svolga secondo *mala gestio*. Tuttavia, l'atto pregiudizievole non è fonte di responsabilità se il danno risulta mancante alla luce dell'intera attività di direzione e coordinamento o anche a seguito di singole operazioni a ciò dirette. Quest'ultimo principio va sotto il nome di "teoria dei vantaggi compensativi", il quale consente di escludere l'esistenza di un conflitto di interessi quando il sacrificio imposto ad una società controllata in favore di un'altra società del gruppo comporti un vantaggio per la stessa controllata derivante dall'appartenenza al gruppo stesso. In pratica si tratta di bilanciare da un lato il danno derivante dall'attività di direzione e coordinamento e dall'altro lato i vantaggi derivanti dall'appartenenza al gruppo compensativi del danno ovvero operazioni volte a eliminare il danno. Ma una corretta quantificazione dei danni e dei vantaggi richiede la conoscenza delle peculiarità del mercato di gruppo.

E' bene evidenziare che affinché operi la responsabilità della holding è necessario che questa attività di direzione e coordinamento venga svolta in concreto. Quindi, non basta l'esistenza di un rapporto di controllo o comunque la presenza di situazioni di fatto che consentirebbero di esercitare un'influenza dominante poiché, come accennato precedentemente, tali circostanze determinano soltanto una presunzione relativa dell'esercizio dell'attività in questione. Per questo motivo che l'onere probatorio che incombe sui soci e sui creditori sociali della società sottoposta a direzione e coordinamento appare decisamente complesso. In pratica, tali soggetti dovranno dimostrare l'evento colposo della holding (violazione dei principi di corretta gestione), il pregiudizio subito e il nesso di causalità tra il fatto colposo ed il lamentato

danno¹⁰⁷. Dal canto suo, la società convenuta potrà andare esente da responsabilità fornendo prova contraria rispetto all'esigenza del fatto della presunzione ossia negando l'esistenza di un fatto costitutivo oppure prendendo la strada offerta dalla teoria compensativa.

Con riferimento alla tutela a favore dei soci di minoranza e dei creditori, l'ordinamento ha previsto alcuni efficaci strumenti di tutela. La prima fra tutti è l'obbligo di pubblicità. E' stata istituita una apposita sezione del registro delle imprese nella quale sono iscritti i soggetti che esercitano attività di direzione e coordinamento e le società alla stessa sottoposte. La mancata iscrizione rende gli amministratori della società responsabili dei danni che la mancata conoscenza di tali fatti abbia arrecato ai soci e ai terzi. Non solo, ma analoga forma di pubblicità deve essere effettuata in tutti gli atti della società e nella corrispondenza.

Un altro strumento è la trasparenza. Al fine di garantire che l'esercizio del potere di direzione e coordinamento avvenga in un contesto trasparente, palesando ai terzi quali scelte di gestione compiute dagli amministratori della società siano state in concreto influenzate da direttive impartite e quali siano state le valutazioni che hanno portato a conformarsi alle suddette direttive, è imposto agli amministratori della società soggetta all'altrui attività di direzione e coordinamento di motivare analiticamente le proprie scelte di gestione, indicando puntualmente le ragioni e gli interessi la cui valutazione ha inciso sulle decisioni, dando adeguato conto di tali indicazioni nella relazione sulla gestione¹⁰⁸. Inoltre, quest'ultima deve anche indicare quali siano stati nell'esercizio sociale i rapporti intercorsi con la società che esercita attività di

¹⁰⁷ Il pregiudizio non dovrà essere riconducibile ad un'avversa congiuntura economica ma sarà necessario specificare le violazioni dei predetti principi di gestione, estendibili anche ad ipotesi di irragionevolezza delle scelte di gestione.

¹⁰⁸ La relazione sulla gestione così come il bilancio di esercizio sono strumenti indispensabili al fine di indagare sul rischio di conflitto di interesse.

direzione e coordinamento e con le altre società che vi sono soggette indicando l'effetto che tale attività ha avuto sull'esercizio dell'impresa sociale e sui suoi risultati. Inoltre l'ordinamento rafforza ulteriormente la tutela dei terzi attraverso il secondo comma dell'art. 2497 c.c., che enuncia la responsabilità solidale con la società o l'ente capogruppo di chiunque abbia preso parte al fatto lesivo e, nei limiti del vantaggio conseguito, chiunque ne abbia consapevolmente tratto beneficio. Tale disposizione consente, quindi, di risolvere un delicato e dibattuto problema che si pone di fronte al compimento di un comportamento illecito imputabile a un'organizzazione collettiva ossia se la responsabilità debba essere ascritta soltanto al soggetto collettivo (società) o anche alle persone fisiche attraverso cui l'organizzazione agisce (amministratori). La norma, infatti, dovrebbe consentire di riconoscere anche la responsabilità degli amministratori della società controllata pregiudicata, avendo questi recepito le direttive illecite e non potendo esonerarsi imputando ad altri la paternità delle scelte di gestione produttive dei danni e parallelamente la responsabilità degli amministratori della holding, quali soggetti attraverso cui viene esercitato istituzionalmente il potere di direzione.

Muovendosi da un punto di vista esclusivamente economico, si potrebbe distinguere, in sintesi, due tipi di economie all'interno del gruppo: un'economia monetaria, in cui gli scambi tra le consociate vengono regolati facendo uso di moneta, e un'economia del baratto, dove gli scambi riguardano beni contro beni, ovvero contro servizi, o, ancora servizi contro servizi. La valutazione e la comunicazione al mercato degli scambi nell'economia del baratto diviene essenziale per stabilire se chi ha diretto tali scambi ha agito nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale delle società medesime. Comunque possono essere

fonte di conflitto anche gli scambi che avvengono nell'economia monetaria. Infatti, attraverso opportuni prezzi di trasferimento, il soggetto economico del gruppo sposta il valore creato da alcune società, in altre, dove magari è più elevata la sua quota di interessenza oppure quando all'interno del gruppo vengono svolte delle operazioni che controparti indipendenti non effettuerebbero. A ben vedere, l'attività di direzione e coordinamento può essere di per se un vantaggio¹⁰⁹. Tant'è che la nuova disposizione del codice civile riconosce ancora più spazio discrezionale alla controllante dell'attuazione della politica di gruppo fino ad arrivare a dare la possibilità di controbilanciare l'eventuale danno provocata dalla sua direzione. Tuttavia, sono poco frequenti i casi in cui si metterà in evidenza il danno, quand'anche compensato dal vantaggio derivante dall'appartenenza al gruppo, principalmente per motivi di immagine. Infatti, nelle molte relazioni sulla gestione di numerose società quotate si afferma che le società controllate e controllanti dichiarino che gli scambi con parti correlate vengono regolati a condizioni di mercato. E' chiaro che comunicare al mercato che le operazioni con parti correlate non avvengono a prezzi di mercato¹¹⁰, produce effetti negativi sull'immagine e sulla reputazione della società del gruppo, determinando diffidenza da parte degli stakeholder.

¹⁰⁹ Per esempio il trasferimento del know how.

¹¹⁰ Anzi, alcune volte, si puntualizza che gli scambi non avvengono a condizioni di mercato proprio perché le società correlate fornitrici, di beni e servizi, possono applicare condizioni più competitive rispetto al mercato.

2.6 Le operazioni con parti correlate

Precedentemente si è illustrato l'ipotesi di *non corretta gestione societaria* delle controllate da parte della società dominante, quest'ultima risponde dei danni eventualmente arrecati agli azionisti e ai creditori sociali delle stesse (art. 2497, primo comma). Inoltre, *risponde in solido chi abbia comunque preso parte al fatto lesivo* (art. 2497, 2° comma). Ma cosa si intende con il termine "chi"? In generale, esso consente di estendere la responsabilità dell'art. 2497 primo comma ad una molteplicità di persone, fisiche e giuridiche, anche non appartenenti al gruppo, ma in qualche modo correlate al medesimo. Il problema, in questa situazione, è quello di individuare quali sono le persone (fisiche e giuridiche) correlate al gruppo, che in misura maggiore, rispetto alle altre, potrebbero essere coinvolte nel compimento di operazioni pregiudizievoli per le controllate.

In aiuto ci viene il principio contabile internazionale IAS 24 che fornisce un elenco tutti i soggetti da ritenere correlati ad una entità. In particolare, una parte è correlata¹¹¹ a un'entità se (IAS 24, § 9):

- a) direttamente o indirettamente, attraverso uno più intermediari, la parte:
 - i. controlla l'entità, ne è controllata, oppure è soggetta al controllo congiunto (ivi incluse le entità controllanti, le controllate e le consociate);
 - ii. detiene una partecipazione nell'entità tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima; o
 - iii. controlla congiuntamente l'entità;

¹¹¹ La nozione di parte correlata era stata individuata con la comunicazione della Consob (2002) con una valenza generale. Successivamente, si è previsto che la Consob individuasse la nozione tenendo conto dei principi contabili internazionali (art. 71bis, 3° comma del Regolamento Emittenti). Fino ad arrivare nel 2005, all'abrogazione da parte della Consob della comunicazione del 2002 e dell'art. 71 bis facendo riferimento per l'individuazione di parti correlate al principio internazionale IAS 24.

- b) la parte è una società collegata (secondo lo IAS 28)¹¹²;
- c) la parte è una joint venture in cui l'entità è una partecipante;
- d) la parte è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche dell'entità o la sua controllante;
- e) la parte è uno stretto familiare¹¹³ di uno dei soggetti di cui ai punti a) o d);
- f) la parte è un'entità controllata, controllata congiuntamente o soggetta a influenza notevole da uno dei soggetti di cui ai punti d) o e), ovvero tali soggetti detengono, direttamente o indirettamente, una quota significativa di diritti di voto: o
- g) la parte è un fondo pensionistico per i dipendenti dell'entità, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.

Un'operazione con una parte correlata è un trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia pattuito un corrispettivo.

E' da evidenziare che lo IAS 24 non chiede una separata indicazione tra parti correlate di gruppo e parti correlate esterne al gruppo. Per individuare le *parti correlate di gruppo* bisogna ricorrere allo IAS 27 che indica i parametri per l'individuazione dell'area di consolidamento.

In genere, una società dipendente può scambiare beni o servizi solo con economie esterne al gruppo, solo con altre parti correlate di gruppo (IAS 27) oppure con entrambi. In particolare, le economie esterne al gruppo si possono distinguere in:

¹¹² Una collegata è un'impresa nella quale partecipante ha un'influenza notevole e che non è né una controllata né una joint venture per la partecipante. Per altre definizioni si rimanda allo IAS 28.

¹¹³ Si considerano familiari stretti di un soggetto quei familiari che ci si attende possano influenzare, o essere influenzati, dal soggetto interessato nei loro rapporti con l'entità. Essi possono includere: il convivente e i figli del soggetto; i figli del convivente; e le persone a carico del soggetto o del convivente.

- m) parti correlati sterne al gruppo (soggetti a vario titolo collegati agli azionisti e al management delle parti correlate di gruppo);
- n) Parti non correlate (perché non rientrano nella definizione dello IAS 24) con le quali si effettuano operazioni pregiudizievoli;
- o) Parti non correlate.

Da questo elenco, si comprende come il concetto di parte correlante non coincida necessariamente con quello di società del gruppo: quest'ultime sono sicuramente parti correlate, mentre non è sempre vero il contrario. Invero, le parti correlate comprendono anche le società esterne al gruppo, nonché le persone fisiche, in qualche modo correlate al gruppo (si pensi alle società di proprietà dei manager delle controllanti).

In quest'ottica si può mettere in evidenza il reale conflitto di interessi o meglio l'area del conflitto di interessi. Essa comprende tutti i rapporti tra la holding, le parti correlate di gruppo (IAS 27), quelle correlate esterne al gruppo (IAS 28) e quelle non correlate ma comunque poste in essere a danno delle minoranze. Con riferimento a quest'ultime, una presunzione di conflitto di interesse si potrebbe avere nel momento in cui vengono effettuate quelle che la Consob definisce operazioni atipiche e/o inusuali¹¹⁴. Non solo, ma la Consob richiede che la relazione degli amministratori deve contenere una descrizione (in forma tabellare) delle principali operazioni *atipiche o inusuali* nonché gli effetti degli effetti prodotti sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa e, nel caso di operazioni infragruppo e di operazioni con parti

¹¹⁴ Per operazioni atipiche e/o inusuali si intendono tutte quelle operazioni che per significatività/rilevanza, natura delle controparti, oggetto della transazione, modalità di determinazione del prezzo di trasferimento e tempistica di accadimento (prossimità alla chiusura dell'esercizio) possono dar luogo a dubbi in ordine: alla salvaguardia del patrimonio aziendale, alla tutela degli azionisti di minoranza. Di recente la Consob ha inserito tra le operazioni descritte anche quelle operazioni straordinarie aziendali (fusioni, scissioni, etc.)

correlate, l'indicazione dell'interesse della società al compimento dell'operazione.

Questa filosofia di fondo la si può ritrovare anche nel Codice Civile, precisamente nell'art. 2391 bis. Esso dispone che nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, le operazioni con parti correlate devono essere oggetto di un regolamento che gli organi di amministrazione delle società adottano secondo i principi generali indicati dalla Consob. Ciò permette di assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate; di definire gli organi competenti ad adottare tali decisioni e le motivazione e la documentazione che devono supportare ciascuna di esse. Infine, spetta all'organo di controllo vigilare sull'osservanza delle regole adottate e ne riferisce all'assemblea. L'art. 2391 bis espone, in pratica, la correttezza procedurale e sostanziale nelle operazioni con parti correlate ma non solo perché si ritiene che anche tutte le operazioni dirette e coordinate ai sensi dell'art. 2497 dovrebbero essere sottoposte alla stessa normativa (art. 2391 bis).

Per concludere, non si può non fare riferimento alle società quotate le quali sono oggetto nell'elaborazione dell'analisi empirica esposta nel prossimo capitolo. Il codice di autodisciplina della Borsa Italiana S.p.A. ribadisce i principi di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale a cui devono essere ispirate sia le operazioni nelle quali un amministratore sia portatore di un interesse, per conto proprio o di terzi, sia, in particolare, quelle poste in essere con parti correlate, chiarendo inoltre alcuni aspetti relativi alle modalità di gestione di dette operazioni.

Al riguardo auspica l'adozione di adeguate pratiche da parte del consiglio di amministrazione volte a perseguire tali obiettivi e raccomanda, inoltre, che il

consiglio di amministrazione si avvalga del supporto del comitato interno nello stabilire le modalità di approvazione e di esecuzione delle operazioni poste in essere dall'emittente, o dalle sue controllate, con parti correlate. Quindi, il consiglio ha il compito di definire le operazioni che devono essere approvate previo parere del comitato e/o con l'assistenza di esperti indipendenti, nonché di adottare soluzioni operative idonee ad agevolare l'individuazione e gestione delle situazioni in cui un amministratore sia portatore di un interesse per conto proprio o di terzi. Lo stesso codice suggerisce a tal proposito l'adozione di misure che contemperino l'esigenza di trasparenza e correttezza perseguita dalle norme con quella di non appesantire l'attività dell'organo di gestione con inutili presidi o adempimenti eccessivamente onerosi.

2.7 La Governance dei gruppi aziendali

Le partecipazioni e le strutture di gruppo descritte precedentemente fanno comprendere meglio cosa si intende per gruppo di imprese. Essa rappresenta il modello organizzativo delle imprese di dimensioni medio grandi caratterizzato dal fatto di essere costituito da una pluralità di imprese giuridicamente autonome ma assoggettate ad una direzione unitaria per il perseguimento di un interesse comune: l'interesse di gruppo. La dottrina economico-aziendale ha formulato diverse definizioni di gruppo aziendale, che solitamente richiamano due caratteristiche distintivi minimali:

- la pluralità di soggetti giuridici;
- l'unicità del soggetto economico che esercita il controllo dell'aggregazione.

Nella realtà, però, la definizione dei due caratteri si rivela problematica. Senza addentrarsi nelle diverse definizioni, si può pacificamente affermare che l'appartenenza al gruppo porta sicuramente più opportunità di sopravvivenza e sviluppo, soprattutto grazie alle sinergie attivabili all'interno dello stesso, ma anche maggiori rischi di conflitto di interessi per gli investitori, principalmente a causa della direzione unitaria esercitata dal soggetto economico controllante, che nel raggiungimento dell'interesse del gruppo (o di un suo esclusivo interesse) potrebbe arrecare un pregiudizio all'interesse delle minoranze nonché ai creditori delle singole controllate. A tal fine è necessario espandere il concetto di *corporate governance* descritto nel capitolo 1 ai gruppi di imprese. Intendere il gruppo di società come un tipo di *corporate governance* consente di perseguire sia gli interessi “deboli” dei soci di minoranza e dei creditori delle società sottoposte alla gestione di una capogruppo e sia l'interesse di gruppo.

Con riguardo allo scopo della governance, è opportuno distinguere quelli dei soggetti che hanno il potere di controllo (insider) da quelli che “subiscono” il controllo (outsider). Entrambi richiedono alla corporate governance di favorire la continua tensione alla *creazione di valore* soprattutto per la controllante. Quest’ultima, si potrebbe affermare, ha interesse a che il valore creato venga solo in parte condiviso con gli altri aventi diritto, al fine di mantenerli stabilmente avvinti alla propria economia. Di conseguenza, gli outsider richiedono un sistema di corporate governance idoneo a tutelarli contro il rischio di *espropriazione degli insider*. Con questo si fa riferimento al processo con cui chi è in possesso del potere di controllo cerca di massimizzare il suo interesse pregiudicando quello delle minoranze.

In sintesi, un buon sistema di governo societario deve essere in grado di definire in modo equilibrato i rapporti tra i vari soggetti secondo i criteri della economicità, della correttezza, della trasparenza del rispetto dei diritti delle minoranze e della tutela dei risparmiatori che investono nelle aziende pur senza partecipare alla gestione.

Le caratteristiche della corporate governance nei gruppi riguardano principalmente:

- l’individuazione, spesso complicata, del soggetto economico;
- la funzione che è chiamata a svolgere l’assemblea degli azionisti della capogruppo;
- il ruolo degli amministratori della controllante e delle controllate;
- il potere e le responsabilità degli amministratori delle società controllate;
- i compiti degli organi di controllo, in particolare sindaci, nella controllante e nelle controllate;

- il rapporto tra la società di revisione delle controllante e le società di revisione delle singole controllate;
- la tutela degli outsider negli scambi intergruppo.

Tutti questi punti sono elementi fondamentali per capire o meglio, per cercare di capire, chi e come realmente può influire e chi e come deve controllare all'interno nel vasto concetto di gruppi di società.

Sicuramente per analizzare opportunamente la governance di un gruppo è necessario distinguere quattro diverse funzioni:

- **la proprietà:** la quale detiene il capitale e assume, *in primis*, il rischio dell'attività del gruppo;
- **il controllo:** il potere che ha un soggetto di dirigere il comportamento delle singole unità del gruppo;
- **la direzione:** che si riferisce all'esercizio del potere di controllo ossia riguarda le decisioni, coerenti con gli indirizzi generali, dati da chi detiene il potere di controllo volte a indirizzare concretamente la gestione delle controllate e, quindi, del gruppo nel suo complesso;
- **supervisione:** ossia il controllo (interno ed esterno) delle scelte riguardanti la direzione del gruppo.

La proprietà è composta dall'insieme dei soggetti che apportano al gruppo fonti di finanziamento con il vincolo di capitale di proprietà. Quindi, in tal senso, si hanno azionisti di maggioranza (capitale di comando) e azionisti di minoranza¹¹⁵ (capitale comandato).

¹¹⁵ Questi si dividono in minoranze qualificate e non qualificate. Le prime sono in grado di influenzare e di controllare l'attività della società (fondi comuni, fondi pensione, ecc). Le seconde sono interessate solo al rendimento del capitale conferito.

Per quanto riguarda il controllo, esso può derivare dal possesso di partecipazioni, da vincoli contrattuali, da rapporti economici¹¹⁶ e da patti parasociali. Chi esercita tali funzioni viene chiamato *soggetto economico*¹¹⁷ intendendo con questo termine la persona fisica o quel gruppo di persone fisiche che, di fatto, controlla il gruppo e va ricercato nel soggetto/i che, nel gruppo, ha il massimo potere decisionale, ovvero domina le aziende aggruppate. Di norma, il soggetto economico di gruppo opera il suo controllo attraverso una società, la holding. Visto che la direzione del gruppo è fondamentalmente demandata al consiglio di amministrazione della controllante, il soggetto economico¹¹⁸ è, di fatto, quella persona o quel gruppo di persone che ha il potere di scegliere i componenti di tale consiglio, nonché quello delle singole controllate, solitamente in virtù del capitale posseduto (azionisti di maggioranza). Gli amministratori a loro volta nominano il management. E' così il cerchio è chiuso.

E' da chiarire che il *potere del controllo*, di cui è titolare il soggetto economico di gruppo, ed *esercizio del potere*, non sono la stessa cosa. Poiché il soggetto economico detiene il potere dominante, può delegare ad altri il suo esercizio, pur avendo sempre, si intende, la possibilità di revocare il potere conferito. Così come c'è una differenza tra funzioni generali di governo o di indirizzo e funzioni di gestione. Le prime spettano al soggetto economico di gruppo, mentre le seconde competono alla direzione ed agli organi di management scelti dal primo. Questa precisazione appare di notevole importanza, e in questa sede non verrà approfondita, in considerazione che, per quanto concerne l'interpretazione di alcune norme sui gruppi, in taluni casi esse fanno

¹¹⁶ E' il caso in cui una società ha una forza contrattuale preponderante (vitale) nei confronti di un'altra.

¹¹⁷ In alcuni casi, l'individuazione del soggetto economico è estremamente complicata.

¹¹⁸ In base alla natura del soggetto economico si distinguono i gruppi in pubblici e privati.

riferimento al potere di esercitare il dominio (come per la delimitazione dell'area di consolidamento) mentre in altri, all'effettivo di tale potere (nell'aria di responsabilità derivante dall'attività di direzione e coordinamento).

2.8 La separazione tra proprietà e controllo

La crescita dimensionale delle aziende si lega inevitabilmente alla disponibilità di capitale. L'aumento delle dimensioni aziendali deve essere opportunamente accompagnato da un adeguato equilibrio tra fonti attinte con vincolo di capitale di prestito e con il vincolo di capitale di proprietà. In genere, quindi, la crescita dimensionale di un'azienda è accompagnata dall'aumento del numero di proprietari (anche attraverso la quotazione in borsa), nonché dal mutamento della struttura giuridica (per esempio il passaggio dalla società di persone a quella di capitali) e organizzativa delle stessa (ad esempio, dalla struttura funzionale a quella multidivisionale). Di conseguenza, la presenza del capitale di comando e del capitale comandato nasce fundamentalmente dall'esigenza di reperire le risorse finanziarie necessarie allo sviluppo delle combinazioni produttive, soprattutto in ipotesi di espansione internazionale.

Esistono diversi strumenti per separare la proprietà dal controllo, i quali sono:

- **la creazione di società controllate a cascata** (le cosiddette piramidi azionarie). Esse costituiscono gruppi societari di grande dimensioni caratterizzati da una struttura piramidale di società controllate a cascata al vertice delle quali si trova una holding, che sostituisce il centro direttivo di tutte le attività economiche governate dal gruppo. Inoltre, spesso tra la capogruppo e le società operative si frappone una serie di subholding e di finanziarie di partecipazione create per coordinare le attività di gruppo e, qualora queste siano quotate, per coinvolgere altri azionisti nel finanziamento delle attività controllate;
- **la quotazione delle azioni di numerose società sul mercato di borsa**. A tal scopo si costruiscono, ai primi livelli successivi alla capogruppo o alla

società cassaforte, delle società finanziarie di partecipazione con titoli quotati che hanno l'obiettivo di fare partecipare altri soci al finanziamento delle attività economiche governate dal gruppo. Tramite esse si riesce a sfruttare il meccanismo della leva azionaria¹¹⁹, la quale consente all'azionista di controllo della società capogruppo di sottoporre alla propria influenza il massimo quantitativo di attività economiche con il minore ammontare di capitale investito;

- **l'emissione di azioni con il diritto di voto limitato.** Esso rappresenta un altro strumento legale utilizzato dalle famiglie proprietarie per raccogliere risorse finanziarie senza perdere il controllo dell'impresa. Ma l'emissione di queste categoria di azioni, soprattutto recentemente, non sembra soddisfare completamente gli interessi degli azionisti che controllano il gruppo, a causa del più alto livello di dividendi che si deve a esse corrispondere in seguito alla limitazione o all'eliminazione del poteri di voti. Anche per gli azionisti di minoranza, la situazione è simile perché il valore di queste azioni è molto inferiore a quello delle azioni con diritto di voto pieno;
- **l'elevato ricorso all'indebitamento.** Questo strumento permette di colmare la mancanza di fondi da parte della famiglia proprietaria per crescere e rimanere competitivi¹²⁰, ma non solo. Infatti un'altra ragione è spiegata da ragioni fiscali, poiché gli interessi passivi sono deducibili dalle imposte mentre gli utili sono pienamente tassati¹²¹. Ma un elevato

¹¹⁹ Il grado di sfruttamento della leva azionaria è dato dal rapporto tra il patrimonio netto di terzi e il patrimonio netto della capogruppo. Quanto più aumenta il rapporto tanto minore è l'impegno di capitale della capogruppo a parità di mezzi propri complessivamente a disposizione del gruppo.

¹²⁰ L'effetto combinato della leva finanziaria e di quella azionaria formano la cosiddetta leva multipla. Quest'ultima è data dalla somma del patrimonio netto di terzo e debiti finanziari diviso il patrimonio netto della capogruppo.

¹²¹ Per tale motivo, talvolta gli stessi azionisti finanziavano gli investimenti delle società controllate mediante l'immissione di capitale di debito, direttamente o tramite le cosiddette operazioni triangolari realizzate in collaborazione con un intermediario finanziario.

indebitamente può comportare, anzi spesso è così, ad affrontare da parte delle società a gravi problemi di liquidità e di solidità;

- **la creazione di legami azionari con altri gruppi.** Questi legami sono costituiti sia da partecipazioni azionarie dirette, cioè da parte di un'impresa nei confronti di un'altra, sia da partecipazioni reciproche¹²². Le partecipazioni sono possedute per perseguire finalità differenti: in alcuni casi esse rappresentano investimenti di portafoglio, più spesso contribuiscono a rendere maggiormente stabile il controllo delle società al vertice del gruppo.

Tutte queste variabili sono strettamente collegate tra loro e hanno l'obiettivo di consentire al principale azionista di un gruppo aziendale di mantenere il controllo su attività economiche di vaste dimensioni.

La separazione tra proprietà e controllo è diversamente articolata a seconda del sistema di assetto proprietario in concreto realizzato nel gruppo. Si può mettere in evidenza due sistemi di strutture proprietarie antitetiche, in funzione al grado di concentrazione della proprietà: il sistema a capitale concentrato e il sistema a capitale diffuso. Esiste, inoltre, un terzo sistema chiamato a capitale frazionato. C'è subito da evidenziare che questi tre sistemi di strutture proprietarie non è possibile dire a priori quale sia il più adeguato; tutte e tre presentano punti di forza e di debolezza.

Solo per dare un'idea della diffusione di questi sistemi a livello internazionale, si possono avere gruppi con proprietà diffuso prevalentemente nel modello di capitalismo anglosassone attraverso le public company, oppure gruppi a proprietà concentrata tipica nel modello di capitalismo europeo-continentale

¹²² Nella realtà italiana, i gruppi non creano molto spesso partecipazioni reciproche tra due aziende, appartenenti allo stesso gruppo o a gruppi differenti, perché la legge pone dei limiti e delle restrizioni alla realizzazione di tali operazioni. Infatti spesso si ricorre alla creazione di anelli azionari (legami azionari che non coinvolgano società controllante e società controllate) che non sono soggetti a vincoli normativi ma che comunque comportano il fenomeno di annacquamento del capitale sociale.

grazie all'utilizzo delle piramidi azionarie, delle partecipazioni incrociate e degli scambi di poltrone (interlocking directorate) e infine gruppi con proprietà frazionata costituiti dai cosiddetti "noccili duri"¹²³

Ogni sistema ha le sue peculiarità soprattutto in riferimento al conflitto di interessi. In sintesi, il conflitto di interessi nei gruppi con capitale diffuso viene gestito attraverso i costi di agenzia¹²⁴ mentre per quanto riguarda i gruppi a capitale concentrato e frazionato si hanno i benefici privati del controllo¹²⁵.

¹²³ Con il termine "nocciolo duro" ci si riferisce a un nucleo ristretto di azionisti di riferimento. Infatti la proprietà dei gruppi a capitale frazionato è composta da: il nocciolo duro e per il resto della proprietà è frazionato tra un ampio numero di azionisti.

¹²⁴ I costi di agenzia o meglio la teoria di agenzia analizza il rapporto di scambio tra una soggetto, il principale o proprietario, il quale delega ad un altro soggetto, l'agente o manager, il potere discrezionale ad agire nell'interesse del primo dietro ricompensa.

¹²⁵ Ci si riferisce alla capacità della controllante di utilizzare le risorse aziendali per fini personali.

2.9 Il conflitto e convergenza di interessi nei gruppi

Ormai è facilmente intuibile che i temi del conflitto di interessi e della trasparenza acquistano un particolare rilevanza nell'ambito dei gruppi di impresa. E' proprio con questo specifico riferimento che emergono tre diversi interessi: l'interesse della controllante, l'interesse delle singole controllate e l'interesse di gruppo.

L'interesse di gruppo è il punto di equilibrio, il centro di convergenza tra gli interessi della controllante e l'interesse delle altre società del gruppo. Infatti, le stesse norme del codice civile riconoscono la possibilità che vi sia il dominio di una società su un'altra (es. art. 2359 c.c.) e quindi, la possibilità che il controllante indirizzi la gestione delle controllate verso proprie finalità, senza pregiudicare gli interessi delle minoranze.

Talvolta, però, il perseguimento dell'interesse di gruppo può implicare una limitazione dell'interesse delle controllate, che determina un conflitto di interessi fra il soggetto controllante gli stakeholder delle stesse.

E' pacifico affermare che il conflitto di interessi di una società dipendente si presenta con più intensità rispetto a quanto riscontrabile in una società indipendente¹²⁶, in ragione della pluralità degli interessi coinvolti e della direzione unitaria del soggetto controllante. La convergenza degli interessi delle controllate verso l'interesse di gruppo, in alcuni casi, determina un pregiudizio degli interessi delle società dipendenti. Se è vero che lo sfruttamento delle sinergie porta il gruppo ad avere un valore superiore rispetto a quello che deriva dalla somma delle parti che lo costituiscono, è anche vero che, per certi

¹²⁶ Con il termine società indipendente si intende quelle unità aziendali che non partecipano a nessuna forma di aggregazione aziendale o che vi partecipano senza essere sottoposte al controllo di un soggetto economico unitario, viceversa si intende le società dipendenti.

versi anche giustificabile, tale maggior valore possa essere dirottato verso chi ha avuto le capacità manageriali di raggiungere tale effetto sistema.

In pratica, gli amministratori e il management delle singole controllate nel loro processo decisionale si trovano ad essere contemporaneamente portatori dell'interesse delle società stesse e di quello della controllante. Ecco perché, spesso gli amministratori della holding trovano posto anche nei consigli di amministrazione delle controllate, o ricoprono cariche dirigenziali di alto livello nelle stesse. La presenza delle stesse persone negli organi di direzione e gestione delle controllate rappresenta uno dei modi attraverso i quali la holding esercita il suo controllo, ovvero la direzione unitaria delle consociate. In taluni casi, si ha la soddisfazione dell'interesse della controllante solo con il sacrificio di quello delle singole controllate¹²⁷. In questo senso, l'amministrazione delle controllate, nel prendere le decisioni, si può trovare in conflitto, visto che deve sacrificare uno dei due interessi di cui si è detto.

In sintesi, il conflitto si manifesta sia quando il soggetto controllante opera scelte nel suo personale interesse, sia quando esso pur operando nell'interesse del gruppo prende decisioni che distolgono risorse o penalizzano singole società del gruppo.

Tuttavia, il conflitto di interessi non finisce qui. Infatti, l'amministratore della controllata potrebbe essere portatore, in una data operazione, di interessi propri in conflitto sia con quelli della controllante, sia con quelli della controllata, sia con quelli del gruppo¹²⁸.

Il verificarsi di questa fattispecie è tanto più probabile quanto maggiore è la separazione della proprietà dal controllo (gruppi a capitale diffuso), mentre nei gruppi a capitale concretato (la proprietà monitora l'operato degli

¹²⁷ Un esempio è il trasferimento di utili per motivi fiscali.

¹²⁸ Esempio è la vendita di prodotti sottocosto dalla controllata a una società di proprietà dell'amministratore stesso che non è né una società controllante o un'altra società del gruppo.

amministratori) tale lesione si potrebbe manifestare nei casi in cui il soggetto economico controllante delega l'esercizio del suo potere di controllo a persone di sua "fiducia".

2.10 Il modello italiano: i gruppi piramidali

Il capitalismo italiano è caratterizzato da un'elevata concentrazione del capitale sociale nelle mani dei principali azionisti. In particolare, il nostro modello capitalistico si differenzia da quello di altri paesi industrializzati per il fatto che alcune famiglie proprietarie continuano a mantenere il controllo di attività economiche di vaste dimensioni mediante la creazione di gruppi piramidali. In tale contesto, è lecito chiedersi se il mantenimento del controllo di così vasti insiemi di attività nelle mani di alcune famiglie proprietarie, che avviene tramite il ricorso a un elevato numero di strumenti¹²⁹ legali tesi a separare la proprietà di un'impresa dal suo controllo, possa avere un'influenza positiva o negativa sul nostro sistema economico.

Di certo i vantaggi delle strutture piramidali esistono. Essi riguardano la creazione di una posizione di controllo stabile, la quale rappresenta un aspetto positivo di un sistema di corporate governance, che permette di evitare che le imprese siano gestite per il conseguimento di obiettivi di breve respiro, come la ricerca della redditività di breve termine o della crescita fine a se stessa. Inoltre, la presenza di azionisti forti all'interno del consiglio di amministrazione scongiura la possibilità che alcuni manager possano perseguire obiettivi personali che siano in contrasto con quello della massimizzazione dell'efficienza e dell'efficacia aziendale. Tant'è che i grandi gruppi piramidali del nostro paese hanno consentito la nascita e lo sviluppo di imprese con dimensioni sufficienti per poter competere con i grandi gruppi esteri.

Ma l'altra faccia della medaglia è rappresentata dagli svantaggi. Infatti, la posizione di controllo assoluto, o di solida maggioranza relativa, che la famiglia

¹²⁹ Esempio sono: piramidi azionari, partecipazioni incrociate e gli scambi di poltrone.

proprietaria mantiene nelle società che compongono il gruppo rende impossibile la scalata da parte di potenziali imprenditori¹³⁰ che si ritengono in grado di valorizzare meglio le risorse e le competenze possedute dalle aziende del gruppo. Inoltre, come descritto precedentemente, una struttura piramidale come quella adottata da alcuni grandi gruppi italiani può aumentare la possibilità di appropriazione di esternalità positive (i cosiddetti benefici privati) da parte degli azionisti di comando a danno degli interessi degli azionisti di minoranza¹³¹. In aggiunta a questo, si può anche verificare la situazione in cui l'azionista di maggioranza della società capogruppo sia tentato di incrementare la redditività delle imprese in cui detiene una partecipazione maggiore del capitale di rischio mediante operazioni sul capitale di alcune società o tramite il meccanismo dei prezzi di trasferimento applicato agli scambi infragruppo di beni e risorse finanziarie.

Un mercato composto al suo interno da gruppi piramidali comporta delle conseguenze, tra le quali si hanno:

- una maggiore opacità del mercato, sia perché non è facile comprendere chi controlla queste società, sia perché i gruppi possono trasferire facilmente risorse tra le singole aziende che lo compongono;
- una sostanziale disattivazione del meccanismo della scalata ostile, che dovrebbe vigilare sull'operato del management di queste società;
- una strutturale contrapposizione di interessi e una forte asimmetria informativa tra l'azionista di maggioranza, rappresentato solitamente da un'altra società, e gli azionisti di minoranza.

¹³⁰ Ci si riferisce alla cosiddetta "contendibilità del capitale".

¹³¹ Per esempio attraverso il funzionamento congiunto della leva azionaria e di indebitamento che consente di modificare il valore assoluto e la variabilità del reddito netto spettante agli azionisti della capogruppo.

Questi problemi sono piuttosto complessi¹³² e non sono risolvibili facilmente, ma possono essere quantomeno affrontati efficacemente potenziando l'informativa societaria verso l'esterno¹³³. Ma forse bisognerebbe ragionare alla radice, *“è necessario che diritto e economia cessino di considerarsi «due sistemi di comunicazione autonomi, in sé chiusi, privi della possibilità di un contatto diretto»*, così come occorre evitare che il diritto si «inventi» una propria immagine dell'economia, e viceversa¹³⁴.

¹³² Nei mercati evoluti, ciò giustifica addirittura l'esistenza dei cosiddetti gruppi piramidali.... La distorsione dei principi fondamentale è qui evidentissima, così come lo è l'impossibilità di individuare ed eliminare il conflitto di interessi. Rossi Guido, *Il conflitto epidemico*, Adelphi, Milano, Pag. 57.

¹³³ Basti pensare alla riforma del diritto delle società che accedono ai mercati regolamentati su diversi argomenti di grande rilevanza, quali: OPA, la tutela delle minoranze, il collegio sindacale, ecc. e come altri argomenti già trattati precedentemente.

¹³⁴ Guido Rossi, *Il conflitto epidemico*, Adelphi, Milano, Pag 39.

3 CAPITOLO ANALISI EMPIRICA DEL SEGMENTO BLUE CHIP

3.1 La Borsa Italiana: il segmento blue chip

La Borsa Italiana nasce dalla privatizzazione dei mercati di borsa e dal 1998 si occupa dell'organizzazione, della gestione e del funzionamento dei mercati finanziari¹³⁵. Essa è un mercato regolamentato in cui vengono scambiate determinate merci, che possiamo definire “strumenti finanziari”. In sostanza, la borsa è un mercato diversificato dove vengono trattati strumenti finanziari sempre più complessi. Proprio a causa di questa varietà di prodotti, si è reso necessario nel tempo ripartire la borsa in più segmenti, secondo la logica di “un mercato per ogni tipologia di strumento finanziario”.

Specificatamente, la Borsa Italiana si articola nei seguenti comparti operativi:

- 1) **Mercato Telematico Azionario (MTA)** dove si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, warrant, diritti di opzione e quote o azioni di OICR¹³⁶ quotati in Borsa;
- 2) **Mercato telematico dei securitised derivatives (Sedex)** nel quale si negoziano covered warrant e certificates quotati in Borsa;
- 3) **“After Hours” (TAH)** è il mercato dove si negoziano, in orari differenti da quelli stabiliti per il mercato MTA e per il mercato SEDEX, azioni quotate che presentano i requisiti di liquidità stabiliti da Borsa Italiana, nonché covered warrant e certificates su richiesta dell'emittente;
- 4) **Mercato Telematico delle Obbligazioni (MOT)** nel quale vengono negoziati i titoli a reddito fisso ovvero titoli di stato, obbligazioni di enti locali, obbligazioni bancarie, euro-obbligazioni, obbligazioni di emittenti esteri e asset backed securities;
- 5)

¹³⁵I mercati finanziari sono mercati dove si scambiano risorse finanziarie e hanno la funzione di consentire la scelta del profilo intertemporale dei piani di spesa attraverso il trasferimento di risorse finanziarie da unità in surplus a quelle in deficit.

¹³⁶ Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio.

Mercato degli strumenti derivati (IDEM: Italian Derivatives Market) in cui si negoziano contratti futures e contratti di opzione aventi come attività sottostante strumenti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici;

6) **Mercato telematico degli OICR aperti ed ETC (ETF Plus)** ossia il mercato nel quale vengono negoziati in tempo reale gli strumenti finanziari che replicano l'andamento di indici e di singole materie prime; 7) **AIM**, ovvero il mercato di Borsa dedicato alle piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita

Per le finalità di questa tesi sarà preso in riferimento il Mercato Telematico Azionario. Esso è suddiviso in segmenti in base alla capitalizzazione degli strumenti negoziati:

- 1) **Blue Chip** costituito da azioni con capitalizzazione superiore a 1 miliardo di euro e particolari requisiti formali e sostanziali;
- 2) **Star** (Segmento Titoli Alti Requisiti) per le imprese medie con capitalizzazione compresa tra 40 milioni di euro e 1 miliardo che hanno requisiti di eccellenza: tali imprese si obbligano a rispettare impegni particolari in termini di liquidità, trasparenza e corporate governance;
- 3) **Standard** per le altre società con capitalizzazione compresa tra 40 milioni di euro e 1 miliardo ma che non rispondono a particolare requisiti;
- 4) **MTA International**, dedicato ad azioni di emittenti di diritto estero già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari;
- 5) **Mercato Telematico dei Fondi (MTF)** nei quali vengono negoziati i fondi mobiliari e immobiliari chiusi.

L'analisi empirica verte sul segmento Blue Chip in quanto ad esso appartengono società che hanno una struttura economica/finanziaria particolarmente solida

e una capitalizzazione¹³⁷ superiore a 1 miliardo di euro. I vantaggi delle società quotate in questo segmento sono: a) la possibilità di finanziare i progetti di crescita (sia per linee interne che esterne) grazie all'afflusso di capitali legati alla quotazione; b) maggiore notorietà e prestigio grazie alla visibilità sui mercati finanziari, all'indice *FTSE MIB*, ed all'opportunità che il titolo sia sottostante di strumenti derivati (options, stock futures); c) la possibilità di attrarre un management più motivato e qualificato per garantire i più vasti interessi di una società a base azionaria diffusa.

I requisiti formali che le società appartenenti al segmento blu chip devono possedere, in sintesi, sono:

- Flottante: almeno pari al 25%
- Capitalizzazione minima: 1 miliardo di euro
- Pubblicazione e deposito degli ultimi tre bilanci annuali
- Revisione contabile dell'ultimo bilancio, su cui sia stato espresso parere positivo.

Per quanto riguarda i requisiti sostanziali sono invece basati sulle reali prospettive di crescita e gestione del business e includono, secondo le specificità aziendali: la capacità di *value creation*, ovvero di un ritorno sul capitale adeguato, un vantaggio competitivo consolidato e sostenibile, team dirigenziale motivato e di alta qualità, un *business plan* ambizioso ma realistico, un track record di risultati economico-finanziari positivo, sistemi manageriali efficienti ed efficaci, in particolare il sistema di controllo di gestione, trasparenza nella comunicazione verso l'esterno, sistemi di governance allineati alle *best practice* e al Codice di Autodisciplina per le società quotate.

¹³⁷ La capitalizzazione di borsa è il valore di mercato di una società quotata. Essa è pari al prodotto tra il numero delle sue azioni in circolazione e il prezzo di mercato.

Al 31 Ottobre 2008, le società quotate nel segmento Blue Chip rappresentano il 90,70% della capitalizzazione totale della Borsa Italiana (capitalizzazione pari a 364.6 miliardi di euro).

Di seguito sono elencate le società¹³⁸ utilizzate per l'elaborazione dell'analisi:

Tabella 1: Società analizzate

N° Società	Società Analizzate
1	A2a
2	Acea
3	Alleanza Assicurazioni
4	Arnoldo Mondadori Editore
5	Assicurazioni Generali
6	Atlantia
7	Autogrill
8	Autostrada Torino Milano
9	Azimut Holding
10	Banca Carige
11	Banca Italease
12	Banca Monte Dei Paschi Di Siena
13	Banca Popolare Dell'Emilia Romagna
14	Banca Popolare Di Milano
15	Banca Popolare Di Sondrio
16	Banco Popolare
17	Benetton Group
18	Beni Stabili
19	Bulgari
20	Buzzi Unicem
21	C.I.R.
22	Credito Bergamasco
23	Credito Emiliano
24	Credito Valtellinese
25	Davide Campari - Milano
26	Edison

¹³⁸ L'elenco delle società è stato reperito dal sito web della Borsa Italiana, mentre la fonte dei dati relativi agli organi sociali è il sito web della Consob (ad eccezione di Tenaris, i cui organi sociali sono stati rinvenuti dal sito della Borsa Italiana). I dati sono stati aggiornati fino 01/07/2009 anche se per alcune società, la Consob si riferisce a una data precedentemente. In pratica, può accadere che alcuni amministratori analizzati non sono più in carica nella data 01/09/2009. Sono state escluse dall'elenco le società "Banco Santander" e "Stmicroelectronics" in quanto non erano disponibili i dati riferiti agli organi sociali.

27	Enel
28	Eni
29	Enia
30	Erg
31	Exor
32	Fastweb
33	Fiat
34	Finmeccanica
35	Fondiaria - Sai
36	Gemina
37	Geox
38	Gruppo Editoriale L'Espresso
39	Hera
40	Impregilo
41	Indesit Company
42	Intesa Sanpaolo
43	Iride
44	Italcementi
45	Italmobiliare
46	Lottomatica
47	Luxottica Group
48	Maire Tecnimont
49	Mediaset
50	Mediobanca
51	Mediolanum
52	Milano Assicurazioni
53	Parmalat
54	Pirelli & C.
55	Pirelli & C. Real Estate
56	Prysmian
57	Rcs Mediagroup
58	Recordati
59	Saipem
60	Saras
61	Seat Pagine Gialle
62	Snam Rete Gas
63	Società Cattolica Assicurazioni
64	Società Iniziative Autostradali E Servizi - Sias
65	Telecom Italia

66	Tenaris
67	Terna
68	Tiscali
69	Tod'S
70	Unicredit
71	Unione Di Banche Italiane
72	Unipol

Prima di entrare nel dettaglio dell'analisi, metto in evidenza il dato riferito al modello di governance adottato da queste società. In particolare, tre di esse utilizzano il modello dualistico (A2a, Intesa San Paolo e Unione di Banche Italiane¹³⁹) mentre solamente una quello monistico (Tenaris).

E' chiaro che solo il 5,5% delle società del segmento Blue Chip adottano modelli alternativi introdotti dalla riforma del 2003. Dopo 6 anni, è pacifico ritenere che l'intenzione della riforma non ha trovato successo nella pratica.

¹³⁹ Dal Giugno 2007 anche Mediobanca ha adottato il sistema dualistico. Questo dato, e la sua conseguenza dal punto di vista degli amministratori e sindaci, non è stato preso in riferimento nell'analisi per coerenza poiché i dati di quest'ultima sono relativi alle informazioni messi a disposizione dalla Consob. In pratica, questo dato non è emerso dal sito dell'Consob nella sezione "Organi Sociali".

3.2 La Social Network Analysis

La rete sociale (social network) è costituita da uno o più insiemi di attori sociali e dalle relazioni che tra di essi intercorrono. Le reti quindi sono strutture relazionali tra attori e, in quanto tali, costituiscono una forma sociale rilevante che definisce il contesto in cui si muovono quegli stessi attori.

In particolare, l'analisi dei reticoli¹⁴⁰ (network analysis) consiste di un insieme di tecniche di analisi strutturali, basate sui seguenti postulati relativi alla realtà sociale:

- 1) il comportamento dell'attore nella rete è interpretabile principalmente in termini di vincoli strutturali che la rete impone e/o offre, piuttosto che dalla sua libertà di scelta;
- 2) la spiegazione dei fenomeni sociali all'interno della rete deve essere ricercata nelle relazioni tra gli elementi e non nelle loro caratteristiche;
- 3) le tecniche di analisi si focalizzano sulla natura relazionale della struttura sociale, sostituendo e/o integrando le tecniche statistiche classiche che analizzano gli elementi singolarmente;
- 4) la forma delle relazioni sociali può essere a sua volta spiegata in parte dal risultato delle scelte degli attori¹⁴¹.

In pratica, la social network analysis permette di analizzare una rete sociale attraverso le relazioni che si instaurano tra gli attori e di determinare con quale frequenza esse avvengono. Inoltre, attraverso apposite tecniche permette di evidenziare quali sono gli attori più "importanti e determinanti" nella rete. Infatti, mentre la statistica classica analizza le relazioni causali tra variabili (ad

¹⁴⁰Cfr. Chiesi A. M., *L'analisi dei reticoli*, Franco Angeli, Milano.

¹⁴¹ Il punto 4) non è in contrasto con il punto 1). Infatti, è pacifico pensare che la struttura sociale condizioni il singolo individuo e che la combinazione delle azioni individuali contribuisca a modificare l'assetto della struttura sociale.

es. il coefficiente di regressione) che riguardano sempre relazioni convenzionali o astratte, l'approccio di rete riguarda direttamente le relazioni effettive tra individui, così da esso è teoricamente più plausibile aspettarsi spiegazioni causali realistiche.

Per questi motivi, ho deciso di utilizzare l'analisi dei reticoli per esaminare i legami tra i consigli di amministrazione¹⁴² e quelli dell'assetto proprietario delle società appartenenti al segmento Blu Chip della Borsa Italiana.

Siccome l'obiettivo dell'analisi empirica appena accennata non è una dimostrazione pratica della teoria dell'analisi reticolare, tutti i concetti verranno spiegati riferendosi direttamente al significato pratico. Tuttavia, di seguito è opportuno elencare sinteticamente i principali concetti teorici utilizzati nel lavoro:

- **analisi strutturale:** consiste in una serie di tecniche di analisi della struttura sociale con cui si ha a che fare. Più in generale, si può asserire che l'analisi dei reticoli è, di per sé, un'analisi di tipo strutturale poiché il suo operato non si concentra sul singolo individuo ma su un sistema organico in cui sussistono dinamiche relazionali;
- **attributi del soggetto:** caratteristiche non relazionali dell'unità d'analisi;
- **attributi del legame:** caratteristiche della connessione tra due o più nodi;
- **betweenness o interposizione:** misura di centralità che calcola quante volte un determinato nodo si trova in mezzo al percorso più breve che lega due nodi ad esso adiacenti;
- **centralità:** riguarda la posizione di ciascun nodo all'interno della rete;
 - **locale:** un nodo è tanto più centrale quanto maggiore il numero dei legami diretti con nodi adiacenti (grado);

¹⁴² Chiamato anche Interlocking Directorates.

- **globale:** essa dipende dalla posizione relativa nell'intera rete (distanza con tutti gli altri nodi del grafo);
- **clique:** il massimo grafo completo, dato un grafo connesso o disconnesso. La densità di una clique è sempre 1 e deve essere comunque composta da un numero di soggetti non inferiore a 3;
- **closeness o vicinanza:** misura di centralità che calcola la distanza di un determinato nodo da tutti i nodi del grafo cui esso appartiene;
- **cluster:** gruppi individuati partendo dalla particolare conformazione di un grafo. L'individuazione di un cluster ha alla base precisi criteri elettivi in conformità a una o più caratteristiche comuni dei nodi e/o legami che lo compongono;
- **componente:** il massimo sottografo connesso, dato un grafo disconnesso;
- **densità:** proporzione tra i legami effettivamente presenti in un grafo e quelli possibili, data la numerosità dei nodi;
- **diametro:** è la distanza geodetica più lunga;
- **distanza (geodesic distance):** numero minimo di legami che si toccano per connettere un qualsiasi nodo del grafo con un qualsiasi altro cioè la lunghezza del percorso più breve tra due nodi;
- **eccentricità:** la distanza di un nodo da quello più distante;
- **grafo:** un insieme di punti collegati da linee. La rappresentazione spaziale di un grafo prescinde da qualsiasi regola spaziale di tipo euclideo e le conseguenti proprietà metriche (ad esempio: non ha importanza la lunghezza delle linee che collegano i punti);
 - **bipartito:** dato un grafo iniziale, ciascuna componente tale che ogni linea al suo interno sia definita da una coppia di nodi appartenenti al sottoinsieme;

- **connesso**: grafo che non può essere espresso come l'unione di due o più grafi;
- **completo**: grafo semplice, in cui siano presenti tutti i legami, tale per cui ogni nodo sia adiacente a tutti gli altri;
- **diretto**: grafo composto da una serie di nodi e di archi. Ciò significa che al suo interno i legami hanno una direzione da un nodo ad un altro;
- **disconnesso**: unione di un numero finito di grafi connessi;
- **multiplo**: grafo che ammette l'esistenza di più di una linea (o arco) tra coppie di nodi. Particolarmente usato nei grafi in cui si voglia evidenziare la presenza di più legami tra coppie di nodi;
- **pesato**: grafo in cui al legame tra due nodi è attribuito un valore numerico che ne individua l'intensità;
- **grado di un nodo**: in un grafo semplice è il numero di linee ad esso incidenti e varia da 0 a $g-1$ (totale dei nodi escluso quello interessato).
- **gruppo**: nell'analisi dei reticoli esso individua sostanzialmente una partizione del grafo, sia esso, di volta in volta, componente, cluster, clique, etc;
- **ipergrafo**: insieme di oggetti e collezione di sottoinsiemi di oggetti tali per cui ciascun oggetto appartiene ad almeno un sottoinsieme e nessun sottoinsieme è vuoto. Sono utilizzati, ad esempio, per rappresentare l'appartenenza comune di più soggetti ad un comune evento (reti di affiliazione e di appartenenza).
- **legame**: linea che unisce due nodi, quindi la portata, la direzione e il valore della quale possono essere quantificati;
 - **non diretto/ bidirezionale**: legame senza direzione;

- **matrice di adiacenza:** matrice binaria di forma $n \times n$, in cui n sono i nodi. Ogni riga si riferisce a ciascun nodo dal primo all' n -esimo; lo stesso ordine è rispettato per le colonne. Ogni cella della matrice assumerà valore nullo in assenza di legame e 1 in presenza dello stesso. La matrice di adiacenza di un grafo semplice è simmetrica;
 - **di affiliazione:** matrice $n \times m$ in cui n sono i nodi e m gli eventi a cui i nodi partecipano. Il calcolo dei margini di riga (n) e colonna (m) della matrice permette di sapere rispettivamente a quanti eventi ciascun soggetto partecipa e quanti partecipano a ciascun evento;
 - **di incidenza:** matrice $n \times l$ in cui n sono i nodi e l i legami cui ciascun nodo è incidente. È una matrice sempre binaria (presenza/assenza) e rettangolare (escluso il caso che il numero dei nodi sia uguale a quello dei legami);
- **nodi adiacenti:** due nodi n_i ed n_j facenti parti di un grafo che comprenda la linea lk che li unisce;
- **percorso:** sequenza di nodi e linee che inizia con un nodo e finisce con un nodo, in cui ciascun nodo è incidente con la linea che lo segue e lo precede nella sequenza;
- **punto di separazione (cutpoint):** nodo appartenente ad una componente, la cui eliminazione comporta la separazione della componente stessa in due sottocomponenti distinte. È l'equivalente, riferito ai nodi, del concetto di ponte nei legami;
- **relazione sociale:** nell'analisi dei reticoli, quel fascio di legami che intercorre tra due o più nodi;

- **rete:** struttura di forma regolare con una trama semplice e costante che unisce nodi attraverso linee fisiche o astratte;
- **reticolo:** struttura ad architettura complessa, caratterizzata da minore regolarità rispetto alla rete, composta da una serie di nodi collegati ad altri. Rimanda concettualmente all'idea di sistema;
- **sentiero:** è un percorso in cui i nodi e le linee possono essere inseriti in sequenza una e una sola volta;
- **soggetto:** la network analysis concentra il proprio interesse principale sulla relazione tra due o più soggetti, siano essi individuali o collettivi. Il soggetto sarà quindi uno degli elementi analitici principale dell'analisi dei reticoli;
- **sottogruppo:** elemento nato dalla partizione di un gruppo originario. Nella Network Analysis esso può anche configurarsi come cluster e clique, come avviene per i gruppi.

3.3 Gli amministratori delle società blue chips

In questo paragrafo vengono esposti i dati relativi alla composizione dei consigli di amministrazione e alla presenza di amministratori con più incarichi nelle società appartenenti al segmento blue chip. La fonte dei dati è la Consob¹⁴³, in particolare la sezione dedicata agli organi sociali degli emittenti¹⁴⁴. A tal scopo è stata costruita una matrice di affiliazione in cui nelle righe sono riportati i singoli amministratori e per colonna le società. Senza troppi giri di parole, entro direttamente nella trattazione dell'argomento.

Il numero totale dei singoli amministratori è pari a 781. Interpretando il totale marginale delle righe si viene a conoscenza di quali siano gli amministratori e con che intensità essi si ripetono in più consigli di amministrazione.

In particolare, il numero di amministratori presenti in almeno due consigli è pari al 16,26% (127 consiglieri). Questo significa che quasi un amministratore su cinque siede in più di un consiglio di amministrazione.¹⁴⁵

Di seguito, la tabella 1 illustra la percentuale di amministratori che hanno almeno due incarichi, suddivisi nel numero di volte che sono presenti in più di una società:

¹⁴³ La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, istituita con la legge n. 216 del 7 giugno 1974, è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia. Questa istituzione si occupa di attività di regolamentazione, autorizzazione, vigilanza e controllo sui mercati finanziari italiani con i principali obiettivi della tutela degli investitori, dell'efficienza e della trasparenza del mercato mobiliare italiano.

¹⁴⁴ Art. 100 del regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e l'ultima modifica con delibera n. 16893 del 14 maggio 2009).

¹⁴⁵ Un'analisi più precisa e puntuale sarà illustrata attraverso la Social Network Analysis esposta nel paragrafo successivo riferita esclusivamente ai legami tra le società.

Tabella 2: Percentuale amministratori

Numero di amministratori ripetuti in più consigli	Percentuale su amministratori ripetuti
In 2 consigli di amministrazione	74,80%
In 3 consigli di amministrazione	19,69%
In 4 consigli di amministrazione	3,15%
In 5 consigli di amministrazione	2,36%

La tabella mostra come la maggior parte degli amministratori siedono in “solo” due consigli di amministrazione. Questo dato è probabilmente scontato¹⁴⁶, ma non il suo residuo. Infatti, il 25% di essi sono presenti in almeno tre società, rappresentando il 4,09% degli amministratori totali: trentadue amministratori, quindi, hanno più di due incarichi nelle società blue chips. In particolare, sono:

Tabella 3: Elenco amministratori con più due incarichi

Nome Amministratore	Incarichi
Benetton Gilberto	5
Ligresti Jonella	5
Pesenti Carlo	5
Mion Gianni	4
Pagliaro Renato	4
Perissinotto Giovanni	4
Secchi Carlo	4
Berlusconi Marina Elvira	3
Bernheim Antoine	3
Bombassei Alberto	3
Cannatelli Pasquale	3
Clo' Alberto	3
Costamagna Claudio	3
Del Vecchio Leonardo	3
Della Valle Diego	3
Di Maio Maurizio	3
Elkann John Philip	3
Ermolli Bruno	3

¹⁴⁶ Nel caso contrario, ossia che la maggior parte degli amministratori sieda in più di due consigli di amministrazione, comporterebbe, in un estremo ragionamento, a formare società costituite dagli stessi amministratori: una situazione giudicata fortemente negativa dal mercato, ma ancor prima dalle istituzioni che hanno il compito di controllare e sorvegliare su di esse.

Galateri Di Genola E Suniglia Gabriele	3
Garavoglia Luca	3
Greco Mario	3
Gros Pietro Gian Maria	3
Libonati Berardino	3
Ligresti Giulia Maria	3
Minucci Aldo	3
Pesenti Giampiero	3
Poli Roberto	3
Rispoli Vittorio	3
Sacchi Alberto	3
Talarico Antonio	3
Tronchetti Provera Marco	3
Zuccoli Giuliano	3

Di questi, ben 19 rivestono ruoli chiave come Presidente, Vice Presidente o Amministratore Delegato. In totale le società coinvolte sono 26, su un totale di 72 società analizzate.

Vorrei ribadire che questi dati si riferisco ad un numero d'incarichi maggiore di due, quindi uno step di analisi successivo. Infatti, volendo ammettere che sia “normale” avere almeno un incarico in più, di certo non è più normale la situazione appena descritta, dove uno stesso amministratore può avere informazioni, o addirittura determinarle, in più di due una società, anche nel caso in cui si tratti di persone cooptate nel consiglio di amministrazione perché godono di prestigio. La situazione andrebbe verificata caso per caso, ma nel quadro complessivo, sia dei dati appena esposti sia del contesto italiano, la soluzione della cooptazione è marginale.

Con tutta probabilità, i dati in precedenza illustrati non concordano con i criteri applicativi sul consiglio di amministrazione del codice di autodisciplina, poiché esso indica: *“Gli amministratori accettano la carica quando ritengono di poter dedicare allo svolgimento diligente dei loro compiti il tempo necessario, anche tenendo conto del numero di cariche di amministratore o sindaco da essi*

ricoperte in altre società quotate in mercati regolamentati (anche esteri), in società finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni”¹⁴⁷.

Ammettendo la buona fede di tutti, però, non sembra tanto possibile che $\frac{1}{4}$ degli amministratori possano portare avanti allo stesso modo incarichi in più di due società: in particolare, ben 32 di essi hanno ruoli chiave in almeno tre società. Può darsi che il loro compito principale sia più che altro quello di supervisionare che il consiglio stesso rispetti dei dettati precisi. Questo caso potrebbe verificarsi, per esempio, quando un amministratore è nominato in più di una società da un familiare che possiede partecipazioni rilevanti nelle stesse società.

A questo punto, si potrebbero analizzare le società e i loro collegamenti, soprattutto dal punto di vista delle partecipazioni possedute, ma ciò esula da quest’argomentazione. Inoltre, ciò che interessa, è capire in grandi linee gli elementi caratterizzanti gli amministratori e non tanto di soffermarsi sulle singole società. Questi obiettivi saranno sviluppati in seguito quando si metteranno a confronto la rete degli amministratori e la proprietà azionaria.

Per concludere, non rimane che esporre la composizione numerica dei vari tipi di amministrazione. In questo caso, si utilizzano i dati riguardanti il totale marginale delle colonne. Il numero medio dei consiglieri all’interno delle società appartenenti al segmento blue chip è pari a 13. Come esposto nel paragrafo *“le possibili configurazioni del consiglio di amministrazione”*, si può ritenere che in media la composizione dei consigli di amministrazione delle società blue chips è idonea, almeno teoricamente, a produrre un dibattito proficuo e a ridurre gli sprechi di tempo e risorse. Però, a questo punto, è opportuno conoscere la variabilità dei singoli consigli attraverso indici di

¹⁴⁷ Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana, art. 1.C.2..

dispersione mettendo già da subito in evidenza che il numero minimo e massimo dei consiglieri è rispettivamente pari a 5 e a 25. La deviazione standard è pari a 4 amministratori e questo mi consente di affermare che la composizione numerica tra le singole società è molto dispersa intorno alla media¹⁴⁸. Quindi, per esempio, si possono trovare anche società con 8 amministratori e società con 16 amministratori. E' chiaro che la seconda società ha il doppio degli amministratori della prima. Questo non rispecchia un parametro tecnicamente sperimentato d'inefficienza, ma comunque lascia pensare. In tal senso, è necessario fare dei distinguo e vedere in che modo le società del segmento blue chip si caratterizzano sotto quest'aspetto. Tenendo sempre presente un parametro ideale di oscillazione che varia tra 8 e 15, allora noteremo che solo 4 società sono formate da un numero di consiglieri inferiore ad otto, mentre ce ne sono altre 16 costituite da almeno sedici amministratori. Nel primo caso, si potrebbe ritenere che il dibattito all'interno del consiglio, poiché circoscritto alle opinioni dei pochi presenti, sia in qualche modo sterile. Viceversa nel secondo caso.

In sintesi, la maggior parte delle società blue chips rispetta il parametro ideale (52 società), anche se un numero considerevole (20 società) ne è al di fuori. Di queste, ben 16 sono sopra il valore massimo, mentre solo 4 sono al di sotto. Questo "disequilibrio" implica che le società siano più propense a formare consigli di amministrazione numerosi per i più svariati motivi: la quantità di lavoro che devono affrontare, la necessità di avere diverse competenze all'interno dell'organo, per dare voce agli azionisti o per rispondere, semplicemente, ai diversi interessi all'interno della società. In quest'ultimo caso, se il consiglio di amministrazione non fosse controllato e opportunamente

¹⁴⁸ In quanto, come l'evidenza empirica dimostra, possono esistere società costituite da solo 5 amministratori.

regolato, potrebbe sfociare in continui conflitti di interesse. Si potrebbe fare anche un ragionamento al contrario: è ovvio riscontrare maggiori conflitti di interesse se il consiglio di amministrazione è composto da molti consiglieri. Ma considero tale ragionamento fuorviante alla determinazione delle cause e degli effetti. Infatti, la causa è dovuta dai molteplici interessi in gioco che provocano l'effetto di avere consigli di amministrazioni numerosi, e non viceversa¹⁴⁹.

Non si entra ulteriormente nel merito perché, benché si possa continuare con affermazioni logiche e consequenziali coerenti, si ritiene relativamente riduttivo fare delle considerazioni sui consigli di amministrazione derivate da una semplice media o varianza in un ambito, come quello societario, particolarmente complesso. Per tale motivo, si preferisce continuare l'analisi utilizzando lo strumento della Social Network Analysis.

3.3.1. I legami delle società attraverso i sindaci

Abbiamo visto che i sistemi di governance, a seconda del modello, si articolano, tra l'altro, in due organi: Consiglio di Amministrazione (o Consiglio di Gestione) e il Collegio Sindacale (Consiglio di Sorveglianza o Comitato di Controllo Interno). Prima di passare alla Social Network Analysis, è interessante capire se anche coloro che siedono nei collegi sindacali, e quindi preposti al controllo, in qualche caso, siedono in più organi societari comportando maggiori legami tra le società. C'è da premettere che i requisiti di indipendenza dei sindaci sono molto più restrittivi rispetto a quelli degli amministratori.

¹⁴⁹ Per avere una consapevolezza sull'incisività dei diversi interessi in gioco è necessario, tra l'altro, avere una conoscenza sull'azionariato.

Per evidenziare ciò, si è ricavato il dato per differenza tra due matrici: una ha come collegamento tra due società sia gli amministratori sia i sindaci¹⁵⁰, l'altra solo gli amministratori. Inoltre, entrambe le matrici sono state suddivise a seconda della presenza o meno del collegamento (matrice semplice) e dell'intensità dello stesso ossia il numero di amministratori e/o sindaci che costituiscono lo stesso legame (matrice pesata).

Poiché tale analisi non risponde al cuore della tesi, in seguito verrà esposta in sintesi una tabella che riporta il totale marginale delle matrici. C'è da sottolineare che essa non mette in evidenza il numero di sindaci in comune, ma solo i legami che questi formano. In altre parole, per motivi di tempo e per l'oggetto di analisi della tesi, volutamente non si è fatta un'analisi dettagliata sui collegi sindacali, ma solo tracciare gli elementi che possano evidenziare in grandi linee un possibile conflitto di interessi dei sindaci.

Tabella 4: Legami società con i sindaci

MATRICE SOCIETA' X SOCIETA'					
Società	Semplice			Pesata	Differenza Solo Sindaci
	Amministratori + Sindaci	Solo Amministratori	Solo Sindaci (Differenza)	Solo Sindaci (Differenza)	
1	4	3	1	1	0
2	2	0	2	2	0
3	11	9	2	6	4
4	10	5	5	7	2
5	17	15	2	5	3
6	14	10	4	8	4
7	13	7	6	7	1
8	6	5	1	3	2
9	2	0	2	2	0
10	1	1	0	0	0
11	7	3	4	4	0
12	3	2	1	1	0
13	2	1	1	1	0
14	3	1	2	2	0
15	2	2	0	0	0

¹⁵⁰ In questo caso, il procedimento di elaborazione dei dati è simile a quello fatto per gli amministratori. La fonte dei dati è la stessa così anche il metodo per costruire la matrice. C'è da aggiungere che sono stati presi in considerazione anche i sindaci supplenti.

16	8	4	4	4	0
17	7	6	1	3	2
18	5	2	3	3	0
19	6	2	4	4	0
20	2	1	1	1	0
21	11	3	8	10	2
22	5	2	3	3	0
23	2	2	0	0	0
24	2	2	0	0	0
25	5	4	1	1	0
26	5	5	0	0	0
27	1	1	0	0	0
28	15	8	7	7	0
29	3	1	2	3	1
30	1	1	0	0	0
31	6	3	3	4	1
32	4	2	2	2	0
33	12	10	2	4	2
34	5	2	3	3	0
35	11	7	4	5	1
36	6	3	3	5	2
37	1	1	0	0	0
38	8	4	4	6	2
39	2	2	0	0	0
40	6	6	0	4	4
41	8	5	3	3	0
42	14	7	7	12	5
43	5	3	2	2	0
44	14	12	2	4	2
45	11	9	2	5	3
46	2	2	0	0	0
47	17	10	7	8	1
48	3	2	1	1	0
49	10	7	3	6	3
50	22	16	6	7	1
51	6	3	3	6	3
52	9	9	0	1	1
53	10	6	4	5	1
54	23	20	3	7	4
55	4	4	0	2	2
56	3	1	2	2	0
57	20	15	5	8	3
58	1	1	0	0	0
59	3	1	2	2	0
60	6	3	3	3	0
61	4	2	2	3	1
62	3	0	3	3	0
63	1	1	0	0	0
64	2	2	0	2	2
65	17	9	8	9	1
66	1	1	0	0	0
67	5	3	2	2	0

68	0	0	0	0	0
69	4	4	0	0	0
70	11	8	3	3	0
71	8	2	6	10	4
72	3	2	1	1	0
Tot.	486	318	168	238	

Tutte le colonne mostrano, a seconda della fonte dei dati e della matrice, i membri dei legami tra le società.

Si può subito notare che, includendo anche i sindaci, le società aumentano i legami tra di loro passando da 318 a 486. Inoltre, la colonna *Solo Sindaci – Semplice* ci mette in luce come alcuni sindaci sono anche amministratori. In particolare, sono ben 59 società quelle dove sono presenti amministratori che hanno ruoli anche come sindaci in altre società e viceversa¹⁵¹. Inoltre, l'intensità di questi legami sono rappresentati da più di un sindaco in comune (colonna *Solo Sindaci – pesata*). Contestualmente, la colonna *Differenza Solo Sindaci* semplifica il dato precedentemente esposto. In dettaglio, le società che hanno lo stesso legame con un'altra società, formato dalla presenza di più sindaci, sono pari a 31. Parallelamente, la maggior parte delle società ha legami costituiti esclusivamente dalla presenza di un solo sindaco in comune. Molto probabilmente non è un dato rassicurante, ma conferma che la nomina dei sindaci ha vincoli più restrittivi¹⁵² rispetto a quello degli amministratori¹⁵³.

In poche parole, i sindaci nelle società blue chips formano maggiori legami tra le società, comportando un incremento del 52.8% rispetto ai soli legami con gli amministratori. E' pacifico ritenere che anche i sindaci siano possibili portatori di conflitto di interesse nelle società, ed anche se nel concreto sono solo una

¹⁵¹ Per esempio un sindaco è anche amministratore indipendente. Ma può avvenire anche il contrario ossia un amministratore non indipendente in una società che è anche sindaco in un'altra società.

¹⁵² Si vedano: l'articolo 2399 Codice Civile, l'articolo 148 comma 3 del T.U.F. e il punto 10 del Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana.

¹⁵³ Per un confronto, si veda la tabella "Differenziale Degree" nel paragrafo "La rete delle società". Si noterà che l'intensità del legame dei sindaci è inferiore rispetto a quella degli amministratori.

minoranza, comunque nel complesso fanno sorgere qualche dubbio sulla trasparenza della nomina del collegio sindacale. Per trasparenza non si vuole riferirsi al procedimento di nomina, ma ai suoi motivi latenti.

In genere, si possono considerare due ipotesi sui motivi per cui un sindaco viene nominato: il primo è che il sindaco gode di un'alta professionalità e prestigio (per esempio è un docente universitario), il secondo è che, al di là del primo motivo, sono nominati perché sono del “giro”, nel senso che si conosce direttamente o anche indirettamente la persona. Per chiarire quanto appena detto, riporto due esempi.

Il primo è relativo a Reboa Marco il quale è:

- ✓ *Sindaco supplente* in C.I.R.;
- ✓ *Amministratore Indipendente* in Eni;
- ✓ *Amministratore Indipendente* in Luxottica Group;
- ✓ *Presidente del Collegio Sindacale* in Mediobanca¹⁵⁴.

Il secondo riguarda Bernheim Antoine che ricopre i seguenti ruoli:

- ✓ *Vice presidente del Consiglio di Amministrazione* di Alleanza Assicurazioni;
- ✓ *Presidente del Consiglio di Amministrazione* e componente del *Comitato Esecutivo* in Assicurazioni Generali;
- ✓ *Vice presidente del Consiglio di Sorveglianza* di Intesa Sanpaolo;
- ✓ *Amministratore* in Mediobanca.

Adesso è chiara la differenza tra le due ipotesi sui motivi accennate in precedenza. Analizziamo gradualmente, iniziando dal lato degli amministratori. L'indipendenza degli amministratori è un requisito aggiuntivo quindi ci

¹⁵⁴ Si ricorda che attualmente Mediobanca adotta un modello dualistico e inoltre Reboa Marco non ha nessuno incarico nella società. Come spiegato, la discrepanza dei dati è riconducibile ai dati forniti dalla Consob.

possono essere amministratori che lo possiedono (primo caso) e amministratori che non lo hanno (secondo caso). Diversa è, invece, il discorso sui sindaci che, come detto, devono avere il requisito di indipendenza. Ma se nel primo caso non ci si stupisce, più di tanto, che un amministratore indipendente abbia anche un ruolo di sindacato dato che la sua qualità rimane inalterata nelle diverse società. Nel secondo caso, vediamo che un amministratore (addirittura presidente o vice presidente del consiglio di amministrazione) in una società può essere anche sindaco (per la precisione vice presidente) in un'altra società. In quest'ultimo caso, emergono molte perplessità sull'indipendenza della persona. Sicuramente Bernheim Antoine, tenendo sempre presente le due ipotesi iniziali (alta professionalità e "giro" dei sindaci), gode di un alta professionalità e, preso in considerazione il numero degli incarichi, probabilmente ciò è dovuto ad anni di esperienza. Quest'alta professionalità non si traduce in indipendenza, tanto è che non è qualificata come amministratore indipendente. La domanda che ci possiamo fare a questo punto è: "Com'è possibile che una persona che non gode del requisito di indipendenza del consiglio di amministrazione, poi acquista tale requisito nel consiglio di sorveglianza? La risposta è elementare ma porta ha stridere con il buon senso. La circostanza si verifica perché, in poche parole, la legge, e così anche il codice di autodisciplina, inquadrano l'indipendenza solo se la persona ha un incarico in una società la quale non controlla, non è controllata e non ha in comune il controllo con un'altra società, dove la persona ha un altro incarico¹⁵⁵. Di conseguenza, se la situazione nel primo caso, oltre a essere rispettosa delle norme, e anche condivisibile dal buon senso, nel secondo caso invece, pur rispettando le norme, non potrebbe essere lo stesso per quanto

¹⁵⁵ Ovviamente esistono altri requisiti di indipendenza ma, in questo caso, basta quello descritto per spiegare il caso.

riguarda il buon senso. Infatti, com'è possibile che una persona abbia ruoli chiave di gestione in due società e avere anche un ruolo chiave di controllo in un'altra società? Allora, in questo caso, l'ipotesi dell'alta professionalità cede il posto all'ipotesi del "giro" dei sindaci. Di conseguenza, alcuni sindaci, quasi quanto gli amministratori, sono nominati esclusivamente perché si conoscono e, di conseguenza, sono del "giro". Ciò può essere fonte di conflitto di interesse o ,comunque, sicuramente non migliora la trasparenza di governance della società interessata. Se, inoltre, ipotizziamo che un amministratore-sindaco in comune è stato nominato da un azionista¹⁵⁶ in una società nel ruolo di gestione e lo stesso amministratore-sindaco è stato nominato in un'altra società con compiti di controllo, probabilmente è stato nominato anche in quest'ultima società dallo stesso azionista; quindi è espressione dello stesso interesse. In questo caso, non si può più ritenere che sia tanto per la sua alta professionalità, ma soprattutto perché è di fiducia per l'azionista o perché fa parte dello stesso giro.

Come emerge dai dati, in sostanza, esiste un gruppo di persone relativamente grande che gira, a seconda del caso o chissà della necessità, come amministratore o come sindaco in più società del segmento blue chip.

Tutto ciò comporta, che nel complesso, il conflitto di interessi nella governance delle società blue chips è dovuta dalla nomina di alcuni amministratori ed è accentuata dalla nomina di una parte dei sindaci che svolgono anche il ruolo di amministratori o che svolgono lo stesso ruolo in più società. E' evidente come in Italia il tema del conflitto di interessi o della vera trasparenza non è efficiente e particolarmente sentito, tanto che i dati sopra espressi sono una conseguenza di come il conflitto di interessi è vissuto come una condizione normale, non

¹⁵⁶ Tale ipotesi verrà verificata successivamente.

incidendo sul buon senso o, in estremi termini, in indignazione. Di conseguenza anche la norma riflette il senso comune non rendendo, volutamente o no, più stringenti i requisiti di indipendenza.

E' chiaro che esiste un intreccio di interessi dove, se si mette un vincolo troppo stretto, quest'ultimo intaccherà contemporaneamente più interessi, comportando di conseguenza una reazione netta e determinata dei portatori di questi interessi. La situazione è così penetrata nella cultura che sono poche le volte che realmente si cerca di adoperarsi per un reale cambiamento di direzione.

3.4 La rete delle società

Nel paragrafo precedente si sono illustrate le principali caratteristiche dei consigli di amministrazione attraverso la semplice interpretazione dei dati della matrice e l'utilizzo di statistiche descrittive (media e varianza). Adesso l'attenzione si sposta alle società, alla loro rete e ai legami che si creano attraverso comuni amministratori. Per dare maggiore significato all'analisi è stato necessario l'utilizzo di particolari programmi elaborati per la Social Network Analysis¹⁵⁷.

A tal scopo sono state costruite due matrici di adiacenza, derivate dalla matrice di affiliazione *amministratori – società*, dove i nodi sono le società: la prima matrice è pesata, ossia tiene conto del numero dei consiglieri in comune (intensità della relazione), l'altra è semplice, ossia dicotomica (0–1) poiché evidenzia solo il collegamento (1) o meno (0) delle società attraverso almeno un amministratore.

A questo punto è possibile seguire diverse strategie di analisi della rete. Innanzitutto è opportuno delineare le principali caratteristiche della rete delle società blue chips come il grado di coesione della rete, l'individuazione della posizione relativa dei soggetti, etc., per poi passare a tecniche di ripartizione della rete stessa.

3.4.1. La coesione della rete

Ogni singola società assume una particolare posizione rispetto alle altre formando così una rete. Questo gli permette di essere più o meno influente

¹⁵⁷I programmi utilizzati sono: Ucinet 6 e Netdraw.

società, altre, invece, con più società¹⁵⁸ e altre ancora non presentano nessun collegamento. Acea, Azimut Holding, Snam Rete Gas e Tiscali¹⁵⁹ non hanno nessun amministratore in comune con le altre società, cosicché solo il 5.5% delle società blue chips sono isolate dalla rete. Di conseguenza, quindi, il restante 94,5% è collegato con almeno una società. Ma entriamo nel merito per capire meglio questo dato e le caratteristiche descrittive della rete.

L'integrazione sociale della rete (coesione) si coglie già visivamente, ma è più opportuno evidenziarla attraverso la densità, che è una delle principali statistiche descrittive.

$$\text{Density (matrix average)} = 0.0622$$

$$\text{Standard deviation} = 0.2415$$

Il valore della densità è pari a 0.0622, ossia sono presenti nella rete il 6.2%, pari a 318 legami, fra tutti quelli possibili. Prendendo in considerazione anche la deviazione standard e il numero totale delle società analizzate si può ritenere che la rete delle società blue chips abbia un basso livello di coesione¹⁶⁰.

Un'altra misura simile è il grado medio dei nodi della rete¹⁶¹ che indica il numero medio dei legami di ogni singola società. Il valore è pari a 4, indicando che in media una società è collegata con altre quattro società nel segmento blue chip. Però, questa misura può essere fuorviante poiché la nostra rete è scarsamente coesa.

¹⁵⁸ La misura della forma di ogni singola società è proporzionale al numero di amministratori che essa ha in comune con le altre.

¹⁵⁹ Se tenessimo in considerazione anche i collegi sindacali, i consigli di sorveglianza e i comitati interni per il controllo della gestione avremmo solo Tiscali isolata completamente dalla rete.

¹⁶⁰ La densità oscilla tra 0 e 1.

¹⁶¹ Si calcola moltiplicando la densità per (n-1), dove con n si indicano i nodi.

Un altro indicatore utilizzato per calcolare la coesione della nostra rete, a fianco alla densità, è quello basato sulla distanza (centralità globale). Questa misura incorpora tre indicatori, i quali sono:

1. *Average distance* = 3.041

2. *Distance-based cohesion* = 0.315

3. *Distance-weighted fragmentation* = 0.685

Il punto 1 indica la media delle distanze geodetiche, ossia la media del percorso più breve tra due società. In altri termini, nel segmento blue chip una società è collegata in media con un'altra attraverso tre consigli di amministrazione. Il valore è da considerarsi medio- basso ed inversamente proporzionale alla densità. Il punto 2 è l'indice di coesione basato sulle distanze. Esso, ovviamente, da conferma che la rete non è fortemente coesa. L'ultimo indice (il punto 3) rappresenta la misura di frammentazione basata sulla distanza, cioè la proporzione di coppie di società che non sono raggiungibili da ogni altra società. Esso è pari a 0.685 e, poiché varia da 0 a 1, evidenzia come, nel complesso, ogni coppia di società non è molto vicina l'una all'altra; del resto, ciò è facilmente intuibile osservando la figura 2.

A questo punto è lecito chiedersi quale sia la distanza massima che lega due società (diametro del Network). Una società ha il massimo valore del diametro pari ad otto, ossia essa è legata ad un'altra società per un massimo di otto consigli di amministrazione.

3.4.2. La centralità

Il passo successivo è quello di mettere in evidenza la rete delle società blue chips da un punto di vista essenzialmente relazionale, ossia il posizionamento

delle società all'interno del network. Esistono diversi indici di centralità a seconda di come viene intesa la centralità dell'attore. In particolare, gli indici si riferiscono:

- Al grado (centralità locale);
- Al Closeness o vicinanza (centralità ad ambito variabile);
- Al betweenness o interposizione (centralità globale).

Ora passiamo ad elaborare i diversi indici a seconda di come una società è intesa "centrale".

3.4.2.1. La centralità del grado

Si inizia con la centralità dal punto di vista del grado. Il grado riguarda il numero di legami che una società ha con il resto della rete. In particolare, bisogna fare una distinzione a seconda che si consideri la matrice semplice (dicotomica) o pesata. Nel primo caso si mette in evidenza la centralità di ogni società secondo il legame tra società con almeno un solo amministratore in comune¹⁶². Nel secondo caso, il grado si riferisce all'intensità del legame. Forse sarà tutto più chiaro entrando nel merito dell'analisi.

Il valore dell'indice riguardante la matrice dicotomica è illustrato nella tabella seguente:

¹⁶² Lo stesso criterio è stato utilizzato per la forma delle società nella figura 2.

Tabella 5 : Indice di centralità degree (matrice semplice)

INDICE DI CENTRALITA' DEGREE (matrice semplice)	Degree			
Pirelli & C.	20.000		Banca Italease	3.000
Mediobanca	16.000		Exor	3.000
Assicurazioni Generali	15.000		Mediolanum	3.000
Rcs Mediagroup	15.000		Banca Monte Dei Paschi Di Siena	2.000
Italcementi	12.000		Lottomatica	2.000
Luxottica Group	10.000		Sias	2.000
Fiat	10.000		Bulgari	2.000
Atlantia	10.000		Fastweb	2.000
Milano Assicurazioni	9.000		Credito Emiliano	2.000
Alleanza Assicurazioni	9.000		Unione Di Banche Italiane	2.000
Telecom Italia	9.000		Maire Tecnimont	2.000
Italmobiliare	9.000		Beni Stabili	2.000
Eni	8.000		Unipol	2.000
Unicredit	8.000		Finmeccanica	2.000
Fondiaria - Sai	7.000		Credito Bergamasco	2.000
Mediaset	7.000		Hera	2.000
Autogrill	7.000		Seat Pagine Gialle	2.000
Intesa Sanpaolo	7.000		Credito Valtellinese	2.000
Parmalat	6.000		Banca Popolare Di Sondrio	2.000
Benetton Group	6.000		Buzzi Unicem	1.000
Impregilo	6.000		Prysmian	1.000
Arnoldo Mondadori Editore	5.000		Banca Popolare Di Milano	1.000
Indesit Company	5.000		Geox	1.000
Edison	5.000		Enia	1.000
Autostrada Torino Milano	5.000		Saipem	1.000
Pirelli & C. Real Estate	4.000		Enel	1.000
Banco Popolare	4.000		Società Cattolica Assicurazioni	1.000

Gruppo Editoriale L'Espresso	4.000		Banca Carige	1.000
Tod'S	4.000		Erg	1.000
Davide Campari ~ Milano	4.000		Recordati	1.000
A2a	3.000		Banca Popolare Dell'Emilia Romagna	1.000
Terna	3.000		Tenaris	1.000
C.I.R.	3.000		Acea	0.000
Saras	3.000		Tiscali	0.000
Gemina	3.000		Snam Rete Gas	0.000
Iride	3.000		Azimut Holding	0.000

La tabella mostra, in via decrescente, le società che hanno accesso e controllano, in qualche modo, le informazioni all'interno dei consigli di amministrazione nel segmento blue chip. Il dato può essere anche interpretato come una maggiore popolarità e importanza della società, ma poiché si sta analizzando complessivamente il segmento blue chip, si ritiene che tale dato sia marginale e comunque soggetto solo all'ipotesi della presenza di amministratori indipendenti. Il 94,4% delle società sono collegate da almeno un amministratore e l'80% di queste sono costituite da legami con più di un amministratore.

Nella rete spiccano: Pirelli & C (20 società), Mediobanca (16 società), Assicurazioni Generali e Rcs Mediagroup (15 società). Specularmente abbiamo Acea, Tiscali, Snam e Azimut che non hanno nessuna possibilità di controllare dall'interno le informazioni nelle altre società. Infatti, come accennato precedentemente in figura 2, sono isolate dalla rete o meglio non hanno nessun amministratore in comune con le altre società.

Se è vero che la presenza di un amministratore permette di ottenere informazioni e/o controllare le società appartenenti al segmento blue chip,

allora si può ritenere che il maggior numero di amministratori che una società ha nelle altre può determinare maggiormente le decisioni di quest'ultime¹⁶³. A tal proposito, l'indice di centralità degree è relativo alla matrice pesata ossia è in relazione all'intensità del numero di consiglieri come indicato in tabella 3:

Tabella 6 : Indice di centralità degree (matrice pesata)

INDICE DI CENTRALITA' DEGREE (matrice pesata)	Degree		
Mediobanca	28.000	Davide Campari ~ Milano	4.000
Pirelli & C.	26.000	Credito Emiliano	3.000
Rcs Mediagroup	22.000	Banca Italease	3.000
Italcementi	18.000	Iride	3.000
Assicurazioni Generali	17.000	Terna	3.000
Milano Assicurazioni	16.000	Saras	3.000
Italmobiliare	14.000	Banca Monte Dei Paschi Di Siena	2.000
Fondiaria ~ Sai	14.000	Lottomatica	2.000
Telecom Italia	13.000	Bulgari	2.000
Atlantia	13.000	Unione Di Banche Italiane	2.000
Fiat	13.000	Maire Tecnimont	2.000
Mediaset	12.000	Beni Stabili	2.000
Autogrill	12.000	Fastweb	2.000
Unicredit	11.000	Finmeccanica	2.000
Luxottica Group	11.000	Unipol	2.000
Alleanza Assicurazioni	10.000	Hera	2.000
Arnoldo Mondadori Editore	10.000	Seat Pagine Gialle	2.000
Benetton Group	10.000	Credito Valtellinese	2.000
Autostrada Torino Milano	9.000	Banca Popolare Di Sondrio	2.000
Impregilo	9.000	Buzzi Unicem	1.000
Eni	9.000	Prysmian	1.000
Edison	8.000	Banca Popolare Di Milano	1.000
Exor	7.000	Geox	1.000
Intesa Sanpaolo	7.000	Enia	1.000

¹⁶³ Le deliberazioni del consiglio di amministrazione sono approvate a maggioranza dei presenti. Inoltre, l'analisi verte su 72 società e non solo su due. Infatti, in quest'ultimo caso entrambe le società sono determinanti l'una nell'altra ma è diverso il senso se si tiene in considerazione il valore aggregato ossia il valore di una società rispetto a tutte le altre..

Sias	7.000	Saipem	1.000
Mediolanum	6.000	Enel	1.000
A2a	6.000	Società Cattolica Assicurazioni	1.000
Gruppo Editoriale L'Espresso	6.000	Banca Carige	1.000
Parmalat	6.000	Erg	1.000
Banco Popolare	6.000	Recordati	1.000
Indesit Company	5.000	Banca Popolare Dell'Emilia Romagna	1.000
C.I.R.	5.000	Tenaris	1.000
Pirelli & C. Real Estate	4.000	Acea	0.000
Tod'S	4.000	Tiscali	0.000
Gemina	4.000	Snam Rete Gas	0.000
Credito Bergamasco	4.000	Azimut Holding	0.000

Questa tabella, a differenza della tabella 2, considera il grado di centralità in relazione all'intensità del legame. Un legame è tanto più forte tanto più sono presenti amministratori in comune. Come elencato, le maggiori società che hanno più amministratori nelle altre sono: Mediobanca (28), Pirelli & C. (26) e Rcs Mediagroup (22). Se da un lato la società che ha più collegamenti (degree matrice semplice, tabella 2) con le altre è Pirelli & C, dall'altro, invece, la società che ha maggiori amministratori nei consigli delle altre società (degree matrice pesata, tabella 3) è Mediobanca. Quest'ultima, probabilmente, preferisce avere un controllo maggiore nelle società attraverso i propri consiglieri che avere un controllo minore (con un solo amministratore) in più società.

A questo punto è interessante osservare se, nel complesso, tutte le altre società hanno stesso comportamento. Per rispondere a ciò, ho comparato, per ogni singola società, la centralità del grado basata sulla matrice semplice e quella sulla matrice pesata, come da tabella 4.

Tabella 7: Differenziale Degree

Società	Differenziale ¹⁶⁴		
Mediobanca	12	Intesa Sanpaolo	0
Rcs Mediagroup	7	Parmalat	0
Milano Assicurazioni	7	Indesit Company	0
Fondiarria ~ Sai	7	Davide Campari ~ Milano	0
Pirelli & C.	6	Pirelli & C. Real Estate	0
Italcementi	6	Tod'S	0
Italmobiliare	5	Banca Italease	0
Autogrill	5	Iride	0
Mediaset	5	Saras	0
Arnoldo Mondadori Editore	5	Terna	0
Sias	5	Banca Monte Dei Paschi Di Siena	0
Telecom Italia	4	Banca Popolare Di Sondrio	0
Benetton Group	4	Beni Stabili	0
Autostrada Torino Milano	4	Bulgari	0
Exor	4	Credito Valtellinese	0
Atlantia	3	Fastweb	0
Fiat	3	Finmeccanica	0
Unicredit	3	Hera	0
Impregilo	3	Lottomatica	0
Edison	3	Maire Tecnimont	0
A2a	3	Seat Pagine Gialle	0
Mediolanum	3	Unione Di Banche Italiane	0
Assicurazioni Generali	2	Unipol	0
Banco Popolare	2	Banca Carige	0
Gruppo Editoriale L'Espresso	2	Banca Popolare Dell'Emilia Romagna	0
C.I.R.	2	Banca Popolare Di Milano	0
Credito Bergamasco	2	Buzzi Unicem	0
Luxottica Group	1	Enel	0
Alleanza Assicurazioni	1	Enia	0
Eni	1	Erg	0
Gemina	1	Geox	0
Credito Emiliano	1	Prysmian	0
Acea	0	Recordati	0
Azimut Holding	0	Saipem	0

¹⁶⁴ Il differenziale è inteso come differenza tra la centralità del degree della matrice semplice e quella pesata.

Snam Rete Gas	0	Società Cattolica Assicurazioni	0
Tiscali	0	Tenaris	0

Emerge un sostanziale equilibrio. Nel segmento blue chip, il 50%¹⁶⁵ (pari a 40 società) dei legami sono costituiti dagli stessi amministratori ossia per esempio se una società ha due amministratori in comune allora avrà due legami con altrettante società. Di contro, il 44,44% delle società ha relazioni più intense (maggiori consiglieri) rispetto al numero di collegamenti nelle diverse società. E' interessante notare che quest'ultime sono quelle che hanno maggiori collegamenti nel segmento blue chip. Invece, la maggior parte delle società che formano il 50% sono quelle che hanno legami con meno di tre società. Inoltre, quasi la metà delle società (44,44%), non solo sono interessate ad avere maggiori informazioni, ma anche ad avere un peso determinante nei consigli di amministrazione in cui hanno legami. Addirittura, in alcuni casi, la differenza tra il legame dicotomico (presenza o assenza) e intensità del legame (numero di amministratori in comune nella stessa società) è notevole. Per esempio, le prime sei società che hanno il maggiore differenziale sono: Mediobanca (12); Rcs Mediagroup, Milano Assicurazioni e Fondiaria-Sai (7); Pirelli & C. e Italcementi (6). In particolare, Mediobanca ha addirittura il doppio del differenziale delle altre società, evidenziando una chiara strategia di controllo o una risposta agli interessi che confluiscono nella società.

Parallelamente, si dimostra che il numero dei consiglieri in comune e la loro intensità non sono effetti derivanti dalla composizione numerica dei consigli, ma sono piuttosto la loro causa. In altri termini, maggiori legami possono portare a maggiori conflitti d'interessi, indipendentemente dalla composizione numerica dei consigli, e non che quest'ultima formi maggiori legami e

¹⁶⁵ Sono escluse le società isolate.

conseguentemente maggiori conflitti. Un esempio per tutti è quello di Unipol che ha il maggior numero di consiglieri (25), ma legami solo con due società e con intensità minima (un solo amministratore – differenziale 0).

In conclusione, si è dimostrato: quali società hanno i maggiori legami determinando un maggiore potere di informazione; quali società hanno legami più forti comportando una maggiore capacità di influenza nei consigli di amministrazione; infine, che la composizione numerica del consiglio di amministrazione non è una variabile determinante per formare legami nelle altre società e quindi, in ultima battuta, nella presenza di conflitti di interesse¹⁶⁶, pur essendo vero il contrario. Quindi, non è la struttura del consiglio di amministrazione ma è l'anima che esso possiede a comportare una potenziale presenza del conflitto di interessi.

Le considerazioni appena fatte fanno riflettere sul fatto che, insieme alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana sulla competenza della valutazione degli interessi degli amministratori che spetta al consiglio stesso¹⁶⁷, è opportuno qualcosa in più: se l'anima del consiglio infatti, non è di quella delle più limpide, allora ciò andrà a discapito della trasparenza.

3.4.2.2. La vicinanza

Un altro indice di centralità è quello misurato dalla vicinanza. Questo indica quali società sono più vicine alle altre¹⁶⁸, cioè quella che si trova nella più breve distanza da molte altre società. C'è da premettere che nella rete del segmento

¹⁶⁶ Ovviamente una certa correlazione tra il numero degli amministratori totali nei singoli consigli e il valore di centralità del grado si può riscontrare, ma non è così determinante da poter far affermare che più una società ha un numero complessivo di amministratori, maggiori sono i suoi legami con le altre società.

¹⁶⁷ Il codice auspica anche il supporto del comitato per il controllo interno.

¹⁶⁸ Nel calcolo sono state escluse le società isolate: Acea, Azimut Holding, Snam Rete Gas e Tiscali.

blue chip, tra gli altri, esistono due *componenti*: la prima formata da Banca Popolare di Milano e Recordati, la seconda da Buzzi Unicem e Tenaris. Essendo questi collegati solo tra di loro (one to one) ne deriva che l'indice per loro è il più alto. Fatta questa premessa e senza entrare nel dettaglio di ogni singola società, le prime quattro che hanno una vicinanza maggiore nella rete sono: Pirelli & C, Mediobanca, Rcs Mediagroup e Assicurazioni Generali. Queste società, avendo la più breve distanza, hanno la capacità di interagire velocemente con le altre società. In altri termini, possono monitorare maggiormente le informazioni poiché hanno più contatti diretti, o indiretti ma brevi, con le società della rete. In qualche modo, quindi, queste possono avere dei vantaggi superiori rispetto ad altre compromettendo la normale e sana concorrenza.

3.4.2.3. L'interposizione

Abbiamo visto come alcune società, avendo una posizione particolare nella rete, possono monitorare le informazioni. Ma se è vero che alcune società possono avere questa capacità, sarà anche vero che altre, o le stesse, possono addirittura arrivare a controllare le informazioni. Il presupposto è che la comunicazione tra una qualsiasi coppia di attori nella rete dipende da altri soggetti e precisamente da coloro che si trovano lungo i percorsi che li collegano. Quindi, in prima battuta, è pacifico pensare che più una società si trova nel percorso più breve tra due società e più questa ha il potere di controllo delle informazioni. Ecco che la società si trova in interposizione (o betweenness) tra le altre due. Dall'analisi emerge che il 57% dei legami presenti nel network comporta la presenza di intermediari. Un numero abbastanza alto che mette in

evidenza la caratteristica della rete: le società che appartengono al segmento blu chip sono società che hanno alta capitalizzazione e non società che hanno altre caratteristiche in comune, quali, per esempio, settore economico, appartenenza a gruppi ecc. Quindi un indice così elevato era da aspettarselo, soprattutto per quanto riguarda la deviazione standard (86) e il valore di centralizzazione (15%) poiché la rete è molto eterogenea.

Entrare nel dettaglio delle singole società è forviante dato che l'indice evidenzia la probabilità che una società ha di controllare l'informazione quando essa si trova nel percorso più breve tra due aziende¹⁶⁹. Nel caso della valutazione della singola società e soprattutto per l'oggetto dell'analisi (consigli di amministrazione) non è opportuna questa misura: ad esempio una società può scegliere di diffondere una determinata informazione attraverso un amministratore di fiducia, anche se questo comporta passaggi più lunghi. Inoltre, la centralità di una società nella rete dei consigli non dipende solo dal numero dei propri amministratori che siedono in più consigli, ma anche dalla possibilità che questi hanno di avvicinare esponenti di altre aziende. In altri termini, è molto più efficace ed efficiente una comunicazione fatta entro una distanza di due società perché in questo modo gli amministratori hanno la possibilità di incontrarsi faccia a faccia.

¹⁶⁹ L'ipotesi di questo indice è che se tutte le linee hanno eguale importanza, la comunicazione tra due soggetti verrà instradata con maggiore probabilità attraverso il percorso più breve. Se esiste più di un percorso geodetico, ciascuno avrà la stessa probabilità di essere utilizzato. Chiesi A. M., *L'analisi dei reticoli*, Franco Angeli, Milano, pag. 123.

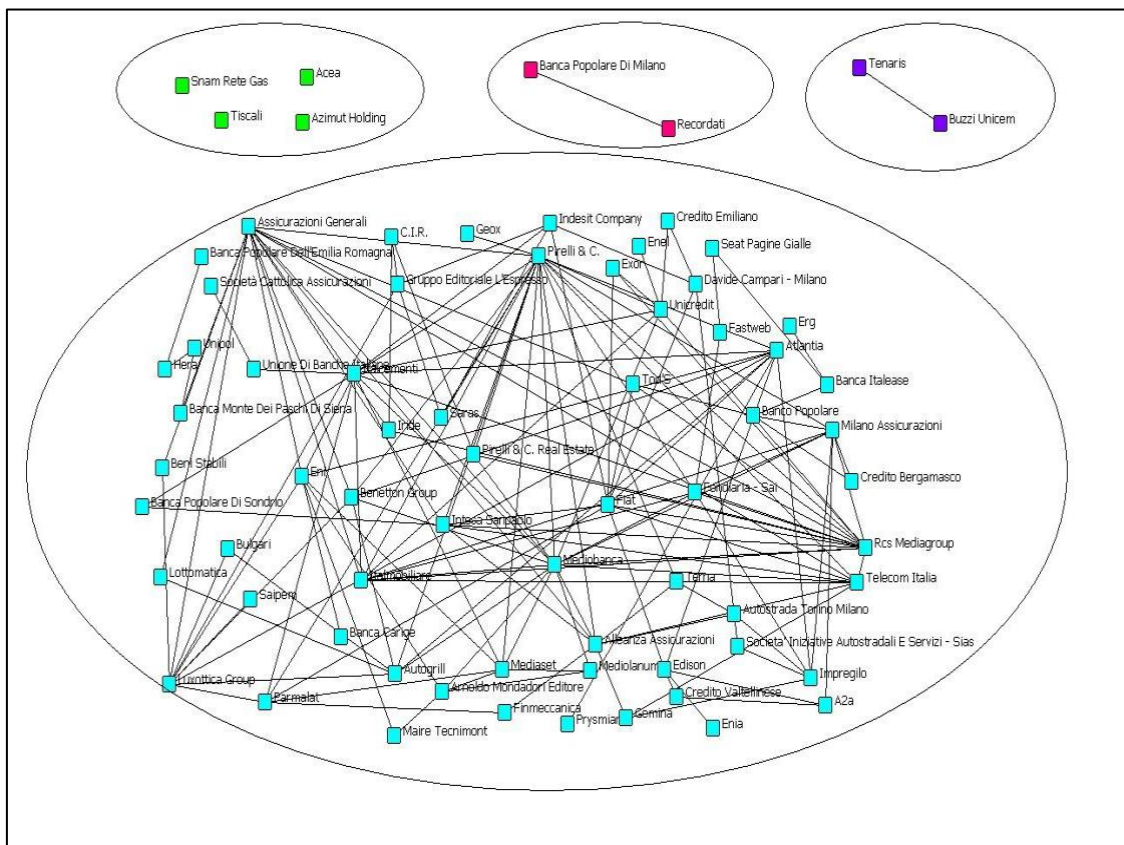
3.4.3. La ripartizione della rete

3.4.3.1. I componenti e le clique

In precedenza, si è analizzato il segmento blue chip sotto il punto di vista delle posizioni delle società e dei loro legami, ma si è anche detto che un'analisi dettagliata sulle singole società non sarebbe opportuna. Comunque si possono utilizzare diverse tecniche che permettono di raggruppare le società attraverso una o più caratteristiche in comune, ovviando così al problema di entrare nel merito delle singole società.

In genere, esistono diversi modi per ripartire un grafo. Iniziamo con quello più visibile. La figura 2 mostra che la rete può essere suddivisa in 4 gruppi secondo il principio della raggiungibilità. In particolare, la componente di un grafo indica tutti coloro che sono reciprocamente raggiungibili. Come precedentemente accennato, abbiamo quattro società (Acea, Azimut Holding, Snam Rete Gas e Tiscali) sono isolate da tutte le altre: quindi non hanno in comune nessun amministratore. Inoltre, Banca Popolare di Milano - Recordati e Buzzi Unicem – Tenaris hanno solo legami reciproci, mentre il resto delle società (64), in modo diretto o indiretto (cioè per successivi passaggi) sono collegati tra di loro. A questo punto è chiaro che nella rete blue chip abbiamo 4 componenti, riconoscibili dai diversi colori:

Figura 2: Componenti della rete



Questa procedura di ripartizione della rete è la più adatta in quanto il network delle blue chip è a bassa densità e ha una struttura scarsamente centralizzata. Ciò premesso, si procede in uno step successivo, anche se con le dovute cautele. Il prossimo passo è quello di suddividere la rete in gruppi di nodi che hanno la caratteristica di essere in contatto diretto o reciproco tra di loro. La tecnica alla quale si vuole fare riferimento è quella della *Clique*. Poiché l'applicabilità di tale concetto a dati empirici può comportare scarsi risultati dal punto di vista interpretativo, dovuto alla sua rigidità, si è voluto ridurre ciò attraverso la nozione di raggiungibilità. Infatti, è possibile raggruppare i nodi tra di loro attraverso una lunghezza prefissata. Nel nostro caso, si fa riferimento a percorsi a *distanza 1 e 2*. Entriamo nel dettaglio.

Clique di distanza 1 mette in evidenza la partecipazione¹⁷⁰ diretta di un amministratore di una società al consiglio di un'altra e quindi la possibilità di esercitare influenza, controllo e coordinamento. In totale ne sono 40 suddivise nel modo seguente:

Tabella 8: Clique n=1

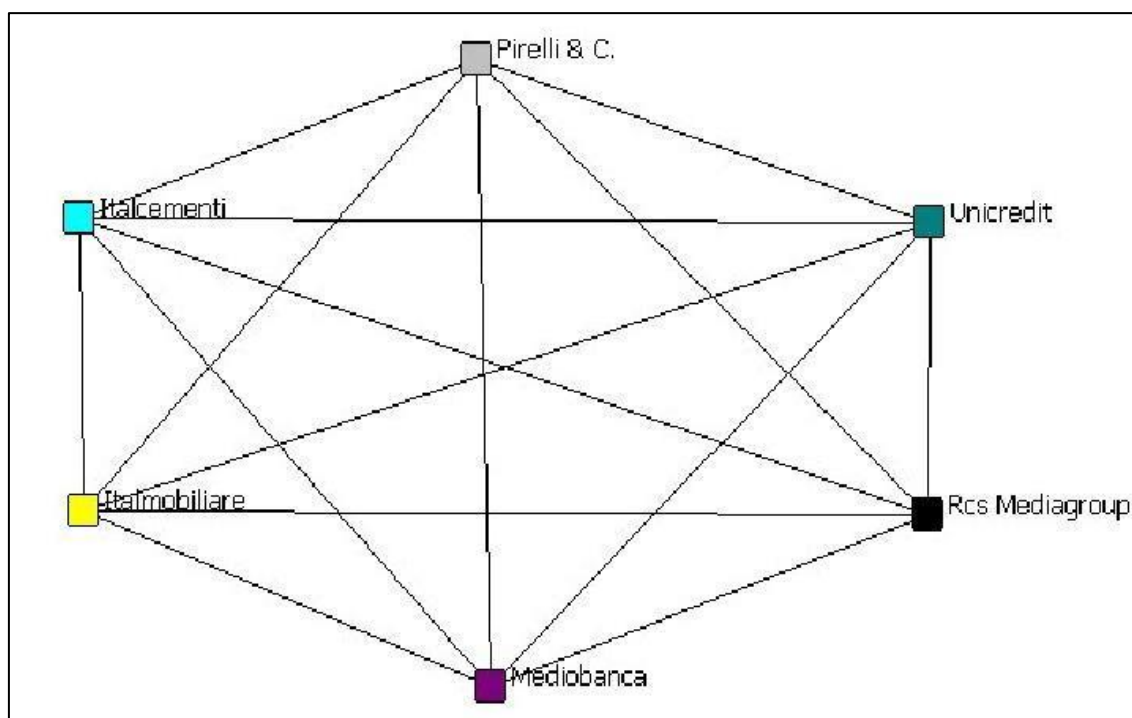
N° Clique	Società
1	Italcementi Italmobiliare Mediobanca Pirelli & C. Rcs Mediagroup Unicredit
2	Fondiaria - Sai Italmobiliare Mediobanca Milano Assicurazioni Pirelli & C. Rcs Mediagroup
3	Assicurazioni Generali Italmobiliare Mediobanca Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia
4	Mediobanca Pirelli & C. Pirelli & C. Real Estate Rcs Mediagroup
5	Autogrill Benetton Group Mediobanca Pirelli & C.
6	Assicurazioni Generali Benetton Group Mediobanca Pirelli & C.
7	Italcementi Mediaset Mediobanca Pirelli & C.
8	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Mediobanca Pirelli & C. Telecom Italia
9	Atlantia Autogrill Benetton Group Pirelli & C.
10	Atlantia Italcementi Pirelli & C.
11	Assicurazioni Generali Intesa Sanpaolo Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia
12	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Intesa Sanpaolo Pirelli & C. Telecom Italia
13	Italcementi Mediaset Parmalat Pirelli & C.
14	Alleanza Assicurazioni Pirelli & C. Terna
15	Arnoldo Mondadori Editore Mediaset Mediobanca Mediolanum
16	Arnoldo Mondadori Editore Eni Mediaset
17	Arnoldo Mondadori Editore Eni Maire Tecnimont
18	Alleanza Assicurazioni Autostrada Torino Milano Terna
19	Autostrada Torino Milano Impregilo Società Iniziative Autostradali E Servizi - Sias
20	Banco Popolare Credito Bergamasco Milano Assicurazioni
21	Assicurazioni Generali Beni Stabili Luxottica Group
22	Autogrill Bulgari Luxottica Group
23	A2a Credito Valtellinese Edison
24	Davide Campari - Milano Fiat Indesit Company

¹⁷⁰ In questo paragrafo, con il termine partecipazioni non ci si vuole riferire a quelle economiche-finanziarie.

25	Atlantia Edison Fiat
26	Atlantia Eni Italcementi
27	Atlantia Eni Luxottica Group
28	Assicurazioni Generali Eni Luxottica Group
29	Eni Italcementi Mediaset
30	Exor Fiat Rcs Mediagroup
31	Exor Rcs Mediagroup Unicredit
32	Fiat Intesa Sanpaolo Rcs Mediagroup Telecom Italia
33	Fiat Rcs Mediagroup Tod'S
34	Alleanza Assicurazioni Gemina Telecom Italia
35	Gruppo Editoriale L'Espresso Indesit Company Saras
36	Fondiaria - Sai Impregilo Milano Assicurazioni
37	Assicurazioni Generali Iride Rcs Mediagroup
38	Atlantia Autogrill Benetton Group Luxottica Group
39	Assicurazioni Generali Benetton Group Luxottica Group
40	Assicurazioni Generali Rcs Mediagroup Tod'S

Per comprendere meglio ciò di cui si sta parlando, mostro la figura dei legami per il primo gruppo.

Figura 3: 1° Clique n=1



Nell'esempio del primo gruppo, abbiamo 6 società che sono collegate direttamente attraverso almeno un amministratore.

Inoltre, le società che appartengono a più cliques sono Mediobanca e Pirelli & C.: precisamente esse, considerate insieme, si trovano in ben 8 cliques¹⁷¹. Queste società sicuramente assumono un ruolo importante nel segmento blue chip dal punto di vista della maggiore possibilità di scambiare e ricevere informazioni, e non solo, rispetto alle altre.

Tuttavia, è interessante come queste partecipazioni dirette formino altre partecipazioni (possiamo definirle indirette) con altre società. In altri termini, due società possono intendersi collegate non solo quando hanno un amministratore in comune, ma anche quando due consiglieri di queste società si incontrano faccia a faccia nel consiglio di amministrazione di un'altra società. E' chiaro che questo comporta un punto d'incontro tra i due (quindi tra le due società) tale da permettere uno scambio e/o un controllo tanto quanto una partecipazione diretta. Forse questo è il caso che più interessa perché fa emergere l'intensità di relazioni efficaci e efficienti tra le società del segmento blue chip, anche se queste non sono palesemente visibili come un amministratore in comune.

Il problema adesso è quale metodo utilizzare. Si potrebbe continuare a usare il concetto di clique con $n=2$, però ciò comporterebbe il rischio di includere nelle cliques anche nodi esterni non inclusi nel sottografo. In pratica, si possono trovare clique- n disconnesse¹⁷². Allora si è preferito passare al concetto di *n-clan* che permette di escludere i nodi collegati da sentieri che coinvolgono nodi esterni¹⁷³. A questo punto, il risultato con $n=2$ clan indica le società collegate

¹⁷¹ Successivamente abbiamo società che sono presenti da 4 clique a decrescere.

¹⁷² Anche per evidenza empirica si trovano cliques disconnesse delle società blue chips.

¹⁷³ Solo per coerenza di procedimento, si mette in evidenza che, per distanza $n=1$, utilizzare il concetto di clique o di clan dà lo stesso risultato.

tra di loro per non più di due società, o meglio, il diametro massimo considerato nei sottogruppi è due.

I risultati del procedimento sono esposti nella tabella seguente:

Tabella 9: n=2 Clan

N° Clan	SOCIETA'
1	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Atlantia Autogrill Benetton Group Fondiaria - Sai Geox Intesa Sanpaolo Italcementi Italmobiliare Mediaset Mediobanca Milano Assicurazioni Parmalat Pirelli & C. Pirelli & C. Real Estate Rcs Mediagroup Saras Telecom Italia Terna Unicredit
2	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Atlantia Autogrill Benetton Group Eni Fiat Intesa Sanpaolo Italcementi Italmobiliare Luxottica Group Mediaset Mediobanca Parmalat Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia
3	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Atlantia Autogrill Benetton Group Eni Fiat Intesa Sanpaolo Italcementi Italmobiliare Mediaset Mediobanca Parmalat Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia Unicredit
4	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Atlantia Autogrill Benetton Group Beni Stabili Eni Intesa Sanpaolo Italmobiliare Luxottica Group Mediobanca Parmalat Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia
5	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Atlantia Autogrill Benetton Group Beni Stabili Eni Intesa Sanpaolo Italmobiliare Lottomatica Luxottica Group Mediobanca Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia
6	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Atlantia Benetton Group Fiat Fondiaria - Sai Intesa Sanpaolo Italcementi Italmobiliare Mediobanca Milano Assicurazioni Parmalat Pirelli & C. Pirelli & C. Real Estate Rcs Mediagroup Telecom Italia Tod'S Unicredit
7	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Atlantia Benetton Group Eni Fiat Intesa Sanpaolo Italcementi Italmobiliare Mediobanca Parmalat Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia Tod'S Unicredit
8	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Atlantia Benetton Group Eni Fiat Intesa Sanpaolo Italcementi Italmobiliare Luxottica Group Mediobanca Parmalat Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia Tod'S
9	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Banca Monte Dei Paschi Di Siena Benetton Group Beni Stabili Eni Intesa Sanpaolo Iride Italmobiliare Lottomatica Luxottica Group Mediobanca Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia Tod'S
10	Alleanza Assicurazioni Arnoldo Mondadori Editore Assicurazioni Generali Autogrill Benetton Group Fondiaria - Sai Italcementi Italmobiliare Mediaset Mediobanca Mediolanum Milano Assicurazioni Parmalat Pirelli & C. Pirelli & C. Real Estate Rcs Mediagroup Telecom Italia Unicredit

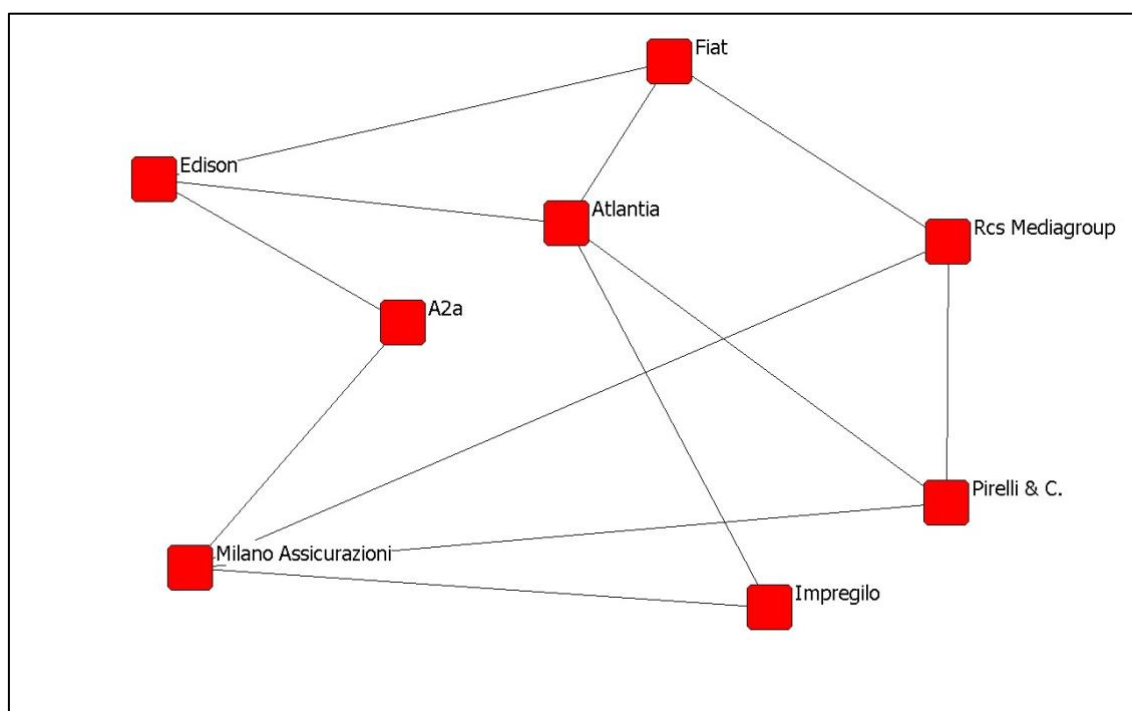
11	Alleanza Assicurazioni Arnoldo Mondadori Editore Assicurazioni Generali Atlantia Autogrill Benetton Group Eni Italcementi Italmobiliare Mediaset Mediobanca Parmalat Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia Unicredit
12	Alleanza Assicurazioni Arnoldo Mondadori Editore Assicurazioni Generali Atlantia Autogrill Benetton Group Eni Italcementi Italmobiliare Luxottica Group Mediaset Mediobanca Parmalat Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia
13	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Atlantia Banca Popolare Di Sondrio Eni Fiat Intesa Sanpaolo Italcementi Italmobiliare Mediaset Mediobanca Parmalat Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia Unicredit
14	Assicurazioni Generali Atlantia Exor Fiat Fondiaria - Sai Intesa Sanpaolo Italcementi Italmobiliare Mediobanca Milano Assicurazioni Parmalat Pirelli & C. Pirelli & C. Real Estate Rcs Mediagroup Telecom Italia Tod'S Unicredit
15	Assicurazioni Generali Exor Fiat Fondiaria - Sai Intesa Sanpaolo Iride Italcementi Italmobiliare Mediobanca Milano Assicurazioni Pirelli & C. Pirelli & C. Real Estate Rcs Mediagroup Telecom Italia Tod'S Unicredit
16	Alleanza Assicurazioni Atlantia Fiat Fondiaria - Sai Gemina Impregilo Italmobiliare Mediobanca Milano Assicurazioni Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia
17	Atlantia Fiat Indesit Company Intesa Sanpaolo Italcementi Italmobiliare Mediaset Mediobanca Parmalat Pirelli & C. Rcs Mediagroup Saras Telecom Italia Unicredit
18	Atlantia Exor Fiat Indesit Company Intesa Sanpaolo Italcementi Italmobiliare Mediobanca Parmalat Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia Tod'S Unicredit
19	Assicurazioni Generali Banco Popolare Fiat Fondiaria - Sai Italmobiliare Mediobanca Milano Assicurazioni Pirelli & C. Rcs Mediagroup Tod'S
20	A2a Banco Popolare Credito Bergamasco Fondiaria - Sai Impregilo Italmobiliare Mediobanca Milano Assicurazioni Pirelli & C. Rcs Mediagroup
21	Banco Popolare Credito Bergamasco Fondiaria - Sai Italmobiliare Mediobanca Milano Assicurazioni Pirelli & C. Rcs Mediagroup Tod'S
22	Credito Emiliano Enel Exor Italcementi Italmobiliare Mediobanca Pirelli & C. Rcs Mediagroup Unicredit
23	Fastweb Fondiaria - Sai Impregilo Italmobiliare Mediobanca Milano Assicurazioni Pirelli & C. Rcs Mediagroup
24	Atlantia Banca Popolare Di Sondrio Eni Indesit Company Italcementi Italmobiliare Mediaset Mediobanca Parmalat Pirelli & C. Rcs Mediagroup Unicredit Unione Di Banche Italiane
25	Assicurazioni Generali C.I.R. Iride Mediobanca Pirelli & C. Pirelli & C. Real Estate Rcs Mediagroup
26	Alleanza Assicurazioni Atlantia Autostrada Torino Milano Fondiaria - Sai

	Gemina Impregilo Mediobanca Milano Assicurazioni Pirelli & C. Telecom Italia Terna
27	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Autostrada Torino Milano Finmeccanica Gemina Intesa Sanpaolo Mediobanca Pirelli & C. Telecom Italia Terna
28	Assicurazioni Generali Atlantia Autogrill Benetton Group Beni Stabili Bulgari Eni Lottomatica Luxottica Group Mediobanca Pirelli & C.
29	Assicurazioni Generali Atlantia Autogrill Benetton Group Beni Stabili Bulgari Eni Luxottica Group Mediobanca Parmalat Pirelli & C.
30	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Fiat Finmeccanica Intesa Sanpaolo Italcementi Luxottica Group Mediaset Mediobanca Parmalat Pirelli & C. Telecom Italia
31	Alleanza Assicurazioni Assicurazioni Generali Finmeccanica Intesa Sanpaolo Italcementi Mediaset Mediobanca Parmalat Pirelli & C. Telecom Italia Terna
32	Atlantia Edison Exor Fiat Indesit Company Intesa Sanpaolo Italcementi Parmalat Pirelli & C. Rcs Mediagroup Telecom Italia Tod'S
33	Atlantia Autogrill Benetton Group Edison Eni Fiat Impregilo Italcementi Luxottica Group Pirelli & C. Prysmian
34	A2a Atlantia Edison Fiat Impregilo Milano Assicurazioni Pirelli & C. Rcs Mediagroup
35	Atlantia Fiat Gruppo Editoriale L'Espresso Indesit Company Italcementi Luxottica Group Parmalat Pirelli & C. Saras
36	Arnoldo Mondadori Editore Assicurazioni Generali Atlantia Banca Carige Eni Italcementi Luxottica Group Maire Tecnimont Mediaset
37	Banca Italease Banco Popolare Credito Bergamasco Milano Assicurazioni Tod'S
38	Banca Italease Banco Popolare Erg Seat Pagine Gialle
39	Banca Italease Fastweb Seat Pagine Gialle
40	Banca Popolare Dell'Emilia Romagna Hera Unipol
41	A2a Atlantia Credito Valtellinese Edison Enia Fiat
42	Atlantia Davide Campari - Milano Edison Exor Fiat Indesit Company Intesa Sanpaolo Italcementi Parmalat Rcs Mediagroup Telecom Italia Tod'S
43	Credito Emiliano Davide Campari - Milano Exor Fiat Indesit Company Italcementi Rcs Mediagroup Unicredit
44	Autostrada Torino Milano Credito Emiliano Davide Campari - Milano Fiat Indesit Company
45	Banca Monte Dei Paschi Di Siena Hera Unipol
46	Arnoldo Mondadori Editore Assicurazioni Generali Atlantia Eni Italcementi Luxottica Group Maire Tecnimont Mediaset Mediobanca
47	Arnoldo Mondadori Editore Assicurazioni Generali Eni Italcementi Maire Tecnimont Mediaset Mediobanca Mediolanum

48	Assicurazioni Generali Atlantia Autogrill Benetton Group Beni Stabili Bulgari Eni Gruppo Editoriale L'Espresso Luxottica Group Parmalat Saipem
49	Fastweb Fondiaria - Sai Seat Pagine Gialle
50	Italcementi Società Cattolica Assicurazioni Unione Di Banche Italiane
51	Assicurazioni Generali Banca Monte Dei Paschi Di Siena Unipol

In questo caso, abbiamo 51 gruppi di società che sono distanti tra di loro per due passaggi. In pratica, una società A e una società B sono collegate tra di loro grazie al consiglio di amministrazione della società C, in quanto lì si incontrano i consiglieri A e B. Solo per esempio, graficamente viene esposto il gruppo 34, uno di quelli meno numerosi.

Figura 4: 34° n=2 Clan



Possiamo tranquillamente verificare che, per esempio, gli amministratori¹⁷⁴ di Fiat e Pirelli & C. s'incontrano faccia a faccia nel consiglio di amministrazione

¹⁷⁴ In realtà può essere anche uno. Volutamente non si è fatta una distinzione del numero di amministratori in quanto avere uno o più consiglieri che si incontrano non cambia, almeno in questa sede, il significato dell'analisi.

della società Rcs Mediagroup. Il discorso è lo stesso anche per il resto delle società.

Aldilà degli aspetti di ogni singolo clan, ciò che è interessante mettere in evidenza è se e in che intensità una o più società compaiono in più gruppi. In particolare, abbiamo Mediobanca e Pirelli & C che sono presenti in ben 31 clans, ossia nel 60% di tutti i gruppi, suddivisi in base al criterio precedentemente illustrato, della rete analizzata. Solo per chiarezza, la suddivisione di gruppi con $n=2$ esclude i componenti isolati e quelli collegati one to one.

3.5. L'analisi degli azionisti delle società blue chips

3.5.1 L'elaborazione dei dati sull'azionariato

Prima di entrare nel merito dell'analisi è opportuno esporre alcune specifiche sull'elaborazione dei dati utilizzati.

Essi sono stati reperiti dal sito della Consob nella sezione “Azionariato Attuale”, nel quale sono indicati gli azionisti che, sulla base delle comunicazioni effettuate ai sensi dell'art. 120 del d.lgs. n. 58/98, possiedono partecipazioni rilevanti al capitale sociale di emittenti quotati: *“coloro che partecipano in un'emittente azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine in misura superiore al due per cento del capitale ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob”*.

Per un'appropriata codifica è necessario tenere sempre in considerazione lo scopo dell'analisi: Esso è, in estrema sintesi, collegare le società blue chips con i loro azionisti in modo da avere a disposizione un elenco che farà da base alla formazione di matrici per l'elaborazione dei dati. Si spera, pertanto, che ciò possa far emerge se una società, avendo un amministratore in comune con un'altra società, abbia anche con la stessa un azionista in comune. Poiché non è coerente in un'analisi esplorativa determinare a priori quali partecipazioni devo essere incluse nell'elenco e quali no, allora la codifica dovrà cercare di prendere in considerazione tutte le fattispecie possibili per non perdere nessuna informazione. La codifica potrebbe anche essere dettagliata, quindi, con molti codici riferiti a una stessa partecipazione, in quanto questo non incide sull'analisi poiché essa è di tipo qualitativa e non quantitativa. In altre parole, nell'elenco e nelle matrici si possono inserire numeri diversi tra di loro o che il loro significato assoluto non coincida con quello del valore della quota di

partecipazione. Quindi, come prima procedura di analisi, è necessario avere solo un quadro qualitativo degli azionisti poiché codificare quantitativamente le partecipazioni (per esempio: 1 = azionista di minoranza, in quanto possiede partecipazione inferiore al 5%, 2= azionista di minoranza qualificata ossia detiene una partecipazione superiore al 10%, ecc.) comporta a priori di esprimere giudizi sulla “forza” degli azionisti e, inoltre, non è essenziale in quanto non si vuole svolgere nessuna operazione matematica tra i codici. In aggiunta, ciò non è possibile perché ancora non si può sapere se c'è un collegamento stretto tra l'importanza dell'azionista che ha partecipazioni nelle due o più società e la nomina di amministratori in comune delle stesse. Non solo, ma se ciò può essere in qualche modo rimediabile a posteriori, comunque si avrebbero delle informazioni perse che potranno, invece, essere decisivi nella conclusione dell'analisi. In sintesi, come in precedenza detto, si vuole semplicemente codificare tutte le informazioni ricavabili sia dall'elenco della Consob e sia dalle elaborazioni dello stesso.

A tal scopo, bisogna cercare di includere nella codifica determinate circostanze. Infatti, può accadere la situazione in cui una società blue chip abbia una partecipazione in un'altra società blue chip. In questo caso, la società che ha la partecipazione dovrà avere una propria codifica. Inoltre, successivamente, per evidenziare nell'elenco riclassificato gli azionisti delle stesse, dovranno essere calcolate e previste nella codifica partecipazioni indirette. A fianco a ciò, dovrà essere prevista la possibilità che gli azionisti siano aderenti ai patti di sindacato della società analizzata così pure la possibilità che dei soggetti (società blue chip e/o altri azionisti), pur non avendo una partecipazione diretta nella società presa in riferimento, abbiano direttamente o indirettamente (tramite una società che ha un partecipazione diretta) un patto di sindacato e con esso

possano in qualche modo influire sulla governance della società. Quest'ultimo caso, si può ritenere che riguardi maggiormente le società blue chips in quanto oggetto di analisi e quindi si cercherà, ogni qualvolta sia opportuno, di evidenziare tale situazione.

In sintesi, partendo dal presupposto che la codifica ha lo scopo di contenere tutte le informazioni necessarie all'analisi non è indispensabile a priori teorizzare tutti i casi possibili, ma solo prendere in considerazione tutti gli elementi utili (quota di partecipazione, patto parasociale, società blue chips, partecipazioni indirette, ecc) al fine di identificare, successivamente, la qualità dell'azionista all'interno delle società che hanno uno o più amministratori in comune.

Tabella 10: Codifica per l'elaborazione dati sull'azionariato

CODIFICA	PARTECIPAZIONE	DEFINIZIONE
00	Tra > 0,000% e < 0,0%	Scala di oscillazione della quota posseduta. Perciò tale codifica può affiancare anche altre per rendere più puntale la descrizione della partecipazione. Inoltre, la Cod. 4 è interpretabile come <i>influenza notevole</i> dell'azionista (<i>società collegate</i>) come dall'ultimo comma dell'art. 2359 c.c.
0	Tra > 0,00% e < 1%	
1	Tra > 1% e < 2%	
2	Tra > 2% e < 5%	
3	Tra > 5% e < 10%	
4	Tra > 10% e 100%	
5	Maggioranza Relativa	Partecipazione superiore rispetto alle altre della stessa società.
6	Maggioranza Dominante	Si intende una partecipazione maggiore rispetto alla somma delle altre della stessa società esposte nell'azionariato della Consob. Può essere interpretata come <i>influenza dominante</i> (art. 2359 c.c.) tale che la società blue chip a cui si riferisce può essere considerata la controllata di chi possiede tale partecipazione.
7	Maggioranza Assoluta	Partecipazione che permette la maggioranza dei voti nell'assemblea ordinaria. Chi detiene tale quota ha un <i>influenza dominante</i> nella società, di conseguenza, è

		considerato una controllante.
8	Indiretta	Per esempio: azionista A ha una partecipazione nella società B, la quale, a sua volta, ha una partecipazione nella società C. L'azionista A ha, quindi, una partecipazione indiretta nella società C.
9	Diretta + Indiretta	Somma tra l'eventuale partecipazione diretta e indiretta dello stesso azionista.
10	L'azionista diretto è una società blue chip	Una società appartenente al segmento blue chip è un azionista diretto di un'altra società blue chip.
11	Patto di Sindacato	Azionista aderente al patto di sindacato.
110	Patto di Sindacato di "Secondo Livello"	L'azionista è un partecipante al patto di sindacato di una società e quest'ultima ha una partecipazione in una società blue chip.

Ovviamente, alcune informazioni non sono prese in considerazioni nella codifica perché ritengo che siano nettamente marginali o che non possano avere una rilevanza nell'analisi, tenendo sempre presente, però, che la codifica già contempla molte informazioni.

Per chiarezza, le informazioni che sia la codifica e sia l'elaborazione dei dati non contemplano sono: le partecipazioni dirette e indirette al di sotto dello 0.000%; le società che, secondo i dati forniti dalla Consob, hanno una partecipazione diretta dello 0,...%; i patti di "terzo livello" ossia i partecipanti a un patto in una società blue chip, la quale ha un patto indiretto con la società interessata (in questo caso è evidenziata la società blue chip con codifica 110); le partecipazioni indirette si riferiscono solo agli azionisti delle società blue chips per evitare la sovrapposizione dei nomi delle società blue chips con gli azionisti di quest'ultime (come spiegato in precedenza); l'azionariato della Banca Popolare di Sondrio poiché manca dai dati della Consob.

3.5.2. I patti parasociali delle società blue chips

Il controllo sulla società avviene grazie al potere di determinare l'esito della votazione in assemblea. In quest'ambito, i patti parasociali assumono un ruolo determinante poiché vincolano i partecipanti a votare allo stesso modo potendo, di fatto, incidere maggiormente sulla delibera dell'assemblea. Per tali ragioni, prima di analizzare i vari azionisti delle società blue chips, è opportuno verificare se esistono dei patti che fanno emergere posizioni di controllo sulla governance, poiché il semplice valore della quota di partecipazione a volte non spiega tale circostanza.

La fonte dei dati è il sito della Consob nella sezione "Estratto dei patti parasociali", dove sono indicati i patti relativi alle società quotate o alle loro controllate (art. 122 del d.lgs. n. 58/98).

Di seguito sono esposti tutti i patti parasociali delle società del segmento blue chip della Borsa Italiana, alcuni sintetici altri in modo più dettagliato, a seconda della coerenza con l'obiettivo dell'analisi. In genere, nei patti seguenti sono descritti: i soggetti partecipanti, la natura e il contenuto dal punto di vista del controllo della governance. In pratica, non sono esposti gli accordi che riguardano, per esempio, piani di stock option, clausole look-up, drag-along, ecc..

Quindi se nel patto parasociale emerge un ruolo attivo di una o più società blue chips o degli azionisti di quest'ultime, e tale ruolo non è messo in risalto dal valore della partecipazione, queste saranno messe in evidenza nell'analisi attraverso la codifica del patto di sindacato, come esposto nel paragrafo "Codifica", e verrà descritto alla fine dell'accordo. Nel caso contrario, ossia che il patto non abbia nessuna influenza sotto il punto di vista dell'obiettivo

dell'analisi, i dati della Consob sull'azionariato non saranno modificati ma semplicemente codificati secondo il valore della partecipazione e alla fine della descrizione del patto non si farà nessun riferimento.

A2a

Sono oggetto dell'Accordo, azioni ordinarie rappresentative del 55,124% del capitale sociale della Società. I partecipanti sono: il Comune di Brescia, il quale detiene azioni ordinarie rappresentative del 27,456% del capitale sociale della Società; il Comune di Milano, il quale detiene azioni ordinarie rappresentative del 27,668% del capitale sociale della Società.

I Comuni hanno concordato sui seguenti principi fondamentali relativi all'assetto proprietario e di *corporate governance* della Società A2a:

- b. la Società sarà soggetta al controllo pubblico e congiunto dei due Comuni, i quali avranno un identico ruolo e identici poteri.

I Comuni si sono impegnati a rispettare e a fare in modo che sia sempre rispettato il principio di pariteticità tra i rappresentanti dei due Comuni nel Consiglio di Sorveglianza e nel Consiglio di Gestione della Società.

Data 09 luglio 2009 - durata 3 anni - rinnovabili tacitamente.

I due comuni hanno una partecipazione pari a 27,456%, ma con il patto appena descritto, avranno la maggioranza assoluta dei voti esercitabili nell'assemblea della A2a. Per tale motivo, entrambi i comuni saranno classificati 7 (maggioranza assoluta) e 11 (patto di sindacato). In poche parole, questa classificazione sarà letta in questo modo: i comuni di Milano e di Brescia hanno la maggioranza assoluta in assemblea mediante il patto di sindacato da essi stipulato.

Nel modo simile, dovranno essere lette le eventuali codifiche esposte nei patti successivi.

Assicurazioni Generali

Il patto è stato concluso in forma associativa. Nessuno degli aderenti (numero partecipanti pari a 18) ha una partecipazione superiore allo 0,1%. Non è possibile calcolare le percentuali esatte del patto al capitale sociale di Assicurazioni Generali S.p.A. poiché sono frazioni infinitesime dello stesso capitale sociale.

In tale direzione, è stata costituita una associazione non riconosciuta denominata "Associazione Amministrazione Patrimoni" La durata dell'Associazione è illimitata.

Data 4 luglio 2005

Atlantia

E' stato stipulato tra Edizione S.r.l (società risultante dalla incorporazione, avvenuta in data 1 gennaio 2009, di Sintonia S.p.A. in Ragione S.a.p.a. di Gilberto Benetton e C., “**Edizione**”), Sintonia S.A. (“**Sintonia SA**”), Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (“**Mediobanca**”), Sinatra S.à.r.l. (“**Sinatra**”) ed Elmbridge Investment Pte. Ltd. (“**Elmbridge**”) un patto parasociale avente ad oggetto Sintonia SA e, su alcune disposizioni, Atlantia S.p.A.

Il Patto Parasociale contiene disposizioni che riguardano:

- a. tutte le Azioni Sintonia SA;
- b. le Azioni Atlantia detenute alla data odierna da Schemaventotto S.p.A. (n. 171.856.494 azioni ordinarie, pari al 30,06% del capitale sociale) che è controllata da Sintonia SA e le Azioni

Atlantia detenute direttamente da Sintonia SA (n. 45.736.693 azioni ordinarie, pari all'8% del capitale sociale), nonché tutte le altre azioni di qualunque categoria di Atlantia che saranno detenute, direttamente o indirettamente, da Sintonia SA.

Tra gli azionisti di Sintonia SA c'è anche Mediobanca con una quota del 4.69%, inoltre, Mediobanca ha diritto di designare un amministratore in Sintonia SA (fino a quando conserverà una partecipazione in Sintonia SA almeno pari al 3,7% del capitale sociale).

Data 19 dicembre 2008

In sintesi il collegamento è: Atlantia –Edizione Srl (azionista di maggioranza) – Sintonia (8% di Edizione Srl) – Mediobanca (4.69% di Sintonia). Ritengo, che l'ipotesi in cui Mediobanca può in qualche modo influenzare l'assemblea di Atlantia o entrare in possesso di informazioni del consiglio di amministrazione della stessa società non è obiettivamente sostenibile in quanto di fatto Mediobanca “controlla” Atlantia solo dello 0.375% (8% x 4.69%). Per questo motivo, i dati utilizzati nell'analisi non contengono questa informazione.

Azimut Holding

Sono complessivamente conferite al patto n. 36.542.827 azioni della Società, che rappresentano il 25,51% del capitale sociale di Azimut Holding. Gli aderenti hanno una partecipazione non superiore allo 0.1% e inoltre, nessuno esercita, in virtù del patto, il controllo sulla società. Il patto è un sindacato di voto e di blocco al quale possono aderire managers, dipendenti, collaboratori e promotori finanziari facenti parte del "Gruppo Azimut" (per tale intendendosi la Società e le società dalla stessa controllate e/o alla stessa collegate ai sensi

dell'articolo 2359 codice civile) e che trova le proprie ragioni costitutive nella volontà degli aderenti di favorire la stabilità dell'assetto azionario della Società, oltre a contribuire all'indirizzo delle attività della stessa. E' anche prevista la possibilità che aderiscano ai patti i proprietari di azioni della Società che, quali clienti, si avvalgano dei servizi / prodotti offerti da società del Gruppo Azimut.

Data 10 luglio 2009

Poiché è arduo per ogni singolo partecipante collegarlo a una qualsiasi forza all'interno dell'assemblea, allora si tengono in considerazione solo i dati sull'azionariato forniti dalla Consob.

Banca Carige

Il Patto Parasociale ha ad oggetto n. 68.396.454 azioni ordinarie della Società, pari al 4,23% del capitale sociale ordinario. Aderisco al patto sia persone fisiche e giuridiche (non c'è nessuna società del segmento blu chip), inoltre, nessuno tra i partecipanti singolarmente né nel loro complesso esercita il controllo sulla società. Il patto prevede le regole per la nomina del consiglio di amministrazione e collegio sindacale nonché votare, con riferimento alle azioni vincolate al Patto, a favore delle liste di candidati presentate congiuntamente per il rinnovo del Consiglio di Amministrazione e per il rinnovo del Collegio Sindacale della Banca.

Data 13 novembre 2008 - durata tre anni - rinnovo tacito.

Anche se è chiaro che con questo patto i partecipanti possono nominare gli amministratori della Banca Carige ma non si riesce ad individuare precisamente chi ha il maggior potere di decisione, o meglio, la designazione è comunque una contemperanza di volontà che si formano all'interno del patto.

Perciò, questo patto non è preso in considerazione nella classificazione degli azionisti nell'analisi.

Banca Italease

Il patto è un accordo quadro relativo all'offerta pubblica di acquisto volontaria da parte del Banco Popolare sulla totalità delle azioni ordinaria in circolazione di Banca Italease con l'obiettivo di conseguire il controllo sulla società. Tale patto è classificabile ex. Art. 122 comma primo e comma quinto, lett. D (bis) del TUF¹⁷⁵.

Data 24 marzo 2009

Il controllo da parte del Banco Popolare è già stato reso evidente con il riferimento ai dati sull'azionariato della Consob, quindi questo patto non comporta nessuna variazione nei dati.

Banca Monte Dei Paschi Di Siena

Il patto è tra 50 azionisti ed ha attualmente ad oggetto n. 161.696.084 azioni ordinarie della Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS) corrispondenti al 2,9156% delle azioni ordinarie e al 2,42139% delle azioni con diritto di voto. Nessuno degli aderenti al patto esercita il controllo di Banca Monte Paschi di Siena. Il patto prevede regole di comportamento e pattuizioni per l'esercizio del diritto di voto nelle assemblee di BMPS e per il caso di vendita e/o disposizione delle azioni ordinarie di BMPS.

Data 1 agosto 2009 - durata tre anni - rinnovo tacito.

¹⁷⁵ Sono patti volti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta.

Banca Popolare Di Milano

La Banca Popolare di Milano S.c. a r.l. ("BPM") e la Fondazione Cassa di Risparmio di Alessandria ("Fondazione"), di seguito congiuntamente anche "le Parti", hanno perfezionato un patto parasociale (anche i "Patti") contenente, tra l'altro, una pattuizione che prevede la presenza di un esponente designato dalla Fondazione negli organi amministrativi della BPM, società quotata sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito dalla Borsa Italiana S.p.A. In particolare, "fintantoché Fondazione deterrà - direttamente o indirettamente - una partecipazione in BPM non inferiore allo 0,50% del capitale sociale, BPM farà nominare e permanere in carica quale componente del proprio consiglio di amministrazione un amministratore designato dalla stessa Fondazione (che verrà anche chiamato a far parte del comitato esecutivo)". Inoltre, i Patti non prevedono che siano sindacate azioni, né altri strumenti finanziari da parte degli aderenti perciò non si rileva alcun soggetto che in virtù dei Patti possa esercitare il controllo della società o comunque un'influenza dominante sulla stessa.

Data 14 settembre 2004

Per fare emergere che la Fondazione ha il diritto di nominare un amministratore nella Banca Popolare Di Milano, nella compagine azionaria è stato inserito la Fondazione Cassa di Risparmio di Alessandria con codifica 11.

Beni Stabili

Le Azioni oggetto del Patto Parasociale sono tutte le azioni detenute dai partecipanti in Foncière des Régions ed, in particolare, alla data odierna:

a) Delfin, risulta titolare del 17% del capitale sociale di Foncière des Régions e all'esito dell'Ulteriore Conferimento, deterrà il 20,9% del capitale sociale di Foncière des Régions;

b) Batipart risulta titolare del 17,5% % del capitale sociale di Foncière des Régions e, all'esito dell'Ulteriore Conferimento, deterrà il 16,7% del capitale sociale di Foncière des Régions;

c) GERE risulta titolare, anche a mezzo di suoi Affiliati (come di seguito definiti), del 9,2% del capitale sociale di Foncière des Régions e, all'esito dell'Ulteriore Conferimento, deterrà il 8,8% del capitale sociale di Foncière des Régions.

In sostanza, ad esito del Conferimento, Foncière des Régions detiene una partecipazione pari al 34,2% del capitale sociale di Beni Stabili e, ad esito dell'Ulteriore Conferimento deterrà una partecipazione pari a circa il 40% nel capitale sociale della stessa Beni Stabili. Foncière des Régions, pur non avendo la maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria, ma avendo acquistato la partecipazione attualmente detenuta da Delfin (la quale deteneva il controllo ai sensi dell'art. 93 del TUF), deterrà il controllo di Beni Stabili ai sensi del citato art. 93 del TUF. Il Patto Parasociale è, quindi, oggetto della presente comunicazione ai sensi dell'art. 122, comma 5, TUF in quanto istituisce obblighi di preventiva consultazione e limiti al trasferimento delle azioni di una società che controlla una società quotata.

Data 14 maggio 2007 – rinnovo tacito.

Esistono altri due patti parasociali¹⁷⁶: il primo riguarda regole volte a definire alcune regole per il caso di cessione di tutte o parte delle azioni detenute da

¹⁷⁶ I partecipanti possono essere diversi rispetto a quelli elencati in precedenza.

ciascuno dei Partecipanti (*data 7 luglio 2007*); il secondo è un accordo con il quale i partecipanti si sono impegnati a far sì che Foncière des Régions convochi un'assemblea ed un consiglio di amministrazione di Beni Stabili al fine di adottare determinate delibere. per: (i) la modifica dello statuto; (ii) la modifica del codice di autodisciplina di Beni Stabili; e (iii) la nomina dei membri del consiglio di amministrazione, del Comitato per le proposte di nomina degli amministratori, del Comitato per le Remunerazioni, del Comitato per il Controllo Interno (che verrà denominato "*Audit Committee*") e del Comitato Esecutivo (che verrà denominato "*Investment Committee*"). In particolare, vengono introdotti appositi meccanismi di voto di lista tali da permettere che il consiglio di amministrazione sia composto da sette membri, eletti come segue: (a) tre membri nominati tra candidati proposti da Foncière des Régions; (b) due membri siano gli amministratori delegati di Beni Stabili o, qualora gli stessi non abbiano accettato la carica, siano nominati tra candidati proposti da Foncière des Régions e dalla stessa scelta tra i candidati proposti da Delfin alla nomina di membri del *Supervisory Board* di Foncière des Régions; (c) un membro sia nominato tra candidati designati dagli azionisti di minoranza; e (d) un membro sia indipendente. Il Presidente venga nominato tra i cinque membri nominati su proposta di Foncière des Régions ai sensi dei punti (a) e (b) che precedono.

Data: 31 luglio 2007)

Bulgari

I Partecipanti sono titolari di azioni con di voto per una percentuale complessiva pari al 51.29% del capitale della società. La finalità dell'accordo è quella di mantenere il controllo della società ai membri della famiglia

BULGARI, e così di assicurare continuità nella gestione dell'attività sociale e di preservare i valori che hanno determinato il successo ed il prestigio del nome e del marchio « BVLGARI ». Tale finalità è perseguita mediante la previsione di un diritto di prelazione sulle azioni di proprietà di ciascuno dei Partecipanti, possedute ad oggi e dalle stesse derivanti, a favore degli altri in caso di trasferimento e mediante la previsione di un esercizio del diritto di voto da parte dei Partecipanti in modo conforme alle delibere adottate nell'ambito dell'accordo. I soggetti aderenti all'accordo sono: Bulgari Nicola, Bulgari Paolo e Trapani Francesco.

data 21 luglio 2009 - durata due anni - rinnovo tacito di due anni in due anni

Poiché i partecipanti esercitano, tramite il sindacato, il controllo sulla società, essi sono classificati nell'analisi come azionisti di maggioranza assoluta (711).

Credito Emiliano

Con riferimento all'accordo di Sindacato di Blocco del Credito Emiliano Holding S.p.a. stipulato in data 14.12.2001 e tacitamente rinnovato, da ultimo, il 30.06.07, si comunica, ai sensi dell'art. 131 del regolamento Consob 11971 del 14.05.1999 che, alla data del 30.06.2009, le azioni:

a) sono vincolate da accordo di sindacato di blocco alcune azioni emesse da Credito Emiliano Holding S.p.A;

b) le azioni vincolate sono n. 12.214.316 pari al 74,12% del capitale, rappresentato da n. 16.478.851 azioni circolante; non vi è alcun altro strumento finanziario emesso od a disposizione.

I soggetti partecipanti alla data 30/06/2009 sono: 96 aderenti che sono elencati nel patto e altri 132. In virtù del tipo di accordo e delle sue regole nessun soggetto controlla la società.

Data 2 luglio 2009

Edison

L'Accordo Modificato ha ad oggetto le seguenti società:

(a) Delmi S.p.A., una società per azioni, soggetta alla direzione e coordinamento di A2A;

(b) Transalpina;

(c) Edison.

L'Accordo Modificato ha ad oggetto la totalità delle azioni Delmi rappresentanti il 100% del capitale sociale di Delmi. In particolare, si vuole evidenziare che A2a detiene il 51% del capitale sociale di Delfi.

Il numero delle Azioni Edison che possono essere indirettamente imputate a Delmi tramite Transalpina è di 30.64% (pari al 50% della quota detenuta da Transalpina). Inoltre, Transalpina è il soggetto che, secondo quanto previsto dagli Accordi di Acquisizione, esercita il controllo ai sensi dell'art. 93 del TUF su Edison.

Nell'Accordo Modificato sono contenute delle pattuizioni parasociali relative alla designazione degli organi sociali di Transalpina ed Edison, in particolare voglio mettere in evidenza i candidati alla carica di amministratore di Edison, tra i quali:

- a) l'amministratore di Transalpina indicato da ENIÀ con il gradimento di tutti i Soci Finanziari sia altresì nominato quale amministratore di Edison;

- b) tutti gli amministratori di Transalpina indicati da A2A siano altresì nominati quali amministratori di Edison;
- c) ogni ulteriore candidato da nominare su designazione di Delmi sia indicato da A2A, fermo restando in ogni caso che la maggioranza degli amministratori di Edison nominati su designazione di Delmi dovrà essere sempre indicata da A2A.

Data 18 aprile 2008 - durata tre anni - rinnovo tacito.

Per quanto detto, nella classificazione dei dati saranno inserite le società Enia e A2a con codifica 1011.

Inoltre, c'è un altro patto con altri azionisti di Delmi¹⁷⁷ avente ad oggetto accordo di consultazione e di voto. Comunque, nessuna delle Parti esercita il controllo su Delmi per effetto della sottoscrizione del Patto.

Data 17 maggio 2008, durata tre anni, rinnovo tacito.

Infine, c'è un ultimo patto parasociale, molto articolato, ma che, al fine dell'analisi non è opportuno evidenziarlo perché potrebbe essere forviante.

Data 9 gennaio 2009

Enia

Gli strumenti finanziari oggetto dell'Accordo sono costituiti da n. 66.497.314 Azioni Ordinarie pari al 61,858% del capitale di Enia. Gli aderenti sono diversi comuni, tra i quali anche quelli evidenziati nell'azionariato della Consob. Nessuno degli Aderenti esercita in virtù del Patto il controllo di Enia ai sensi dell'art. 93 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n° 58.

Data 20 luglio 2007 - durata tre anni - rinnovo tacito.

¹⁷⁷ Delmi S.p.A. diverrà azionista indiretta, tramite G-Ficompta S.r.l. ("**Transalpina**"), di Edison S.p.A.

Inoltre, c'è un altro patto tra diversi soci pubblici di Enia volto ad assicurare un'unità di comportamento e una disciplina delle decisioni che dovranno essere assunte dagli stessi nell'ambito di quanto previsto dal Patto Parasociale (in precedenza descritto) stipulato tra tutti i soci pubblici della Società. Nessuno degli Aderenti esercita, in virtù del Sub-Patto, il controllo sulla Società

Data 9 ottobre 2007 - durata tre anni - rinnovo tacito.

Gemina

Patto riguardante la scissione di Investimenti Infrastrutture S.p.A (proprietaria di una partecipazione nel capitale sociale di Gemina pari al 29.35%) entrato in vigore il 16 dicembre 2008 e gli impegni presi rimarranno validi sino al 31 dicembre 2009.

Data 9 novembre 2008

Un altro Patto disciplina i limiti e le modalità di trasferimento delle azioni ordinarie Gemina conferite nel Sindacato dai Partecipanti nonché i criteri di designazione dei membri del Consiglio di Amministrazione e delle principali cariche sociali. Il Patto sarà valido e vincolante per i Pattisti sino alla data nella quale sarà tenuta l'assemblea ordinaria di Gemina convocata per l'approvazione del bilancio chiuso al 31 dicembre 2009. I partecipanti già configurano nell'azionariato fonte dei dati da me utilizzati, per questo motivo non espongo in dettaglio tale patto (

Data 9 gennaio 2009 - durata tre anni -.rinnovo tacito.

Hera

Ci sono tre patti parasociali riguardante la società Hera, i quali non comportano una modificazione dei dati dell'azionariato in quanto nessuno dei

partecipanti ha il controllo dominante o notevole sulla società dovuto alla presenza di numero elevato di partecipanti. Il primo riguarda obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto (pari all'8,15% del capitale sociale di Hera) da esprimere nelle assemblee straordinarie e in alcune assemblee ordinarie (art. 122, comma 5, lett a) del Tuf); il secondo e il terzo sono sindacati di voto e di blocco con totale partecipanti rispettivamente 64 (corrispondete al 17.609% del capitale sociale di Hera) e 122 (51% di Hera).

Impregilo

Il patto riguarda la totalità della azioni possedute dai partecipanti in IGLI che corrispondo al 29.866% del capitale sociale di Impregilo. Il patto è un sindacato di voto che prevede, in sostanza, di non deliberare a non far valere in qualsivoglia sede eventuali responsabilità dei Consiglieri di IGLI di designazione di TeSir.

Data 7 marzo 2007

Sarebbe interessante analizzarlo nel dettaglio ma ai fini dell'analisi è superfluo tenerlo in considerazione

Gli stessi partecipanti hanno stipulato un altro patto parasociale relativo al sindacato di voto e di blocco delle società IGLI e Impregilo.

Data 20 giugno 2009

Intesa Sanpaolo

Crédit Agricole e Assicurazioni Generali hanno stipulato un accordo avente ad oggetto Intesa Sanpaolo S.p.A. Il contenuto dell'Accordo ha per oggetto impegni di preventiva consultazione, con l'obiettivo di preservare ed accrescere nel

tempo il valore delle rispettive partecipazioni nella società Intesa Sanpaolo S.p.A.

Data 30 giugno 2009 - durata tre anni.

Iride

Il patto pone dei limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse, in particolare riguarda :

- a) n. 424.999.233 azioni ordinarie IRIDE S.p.A., pari al 57,623% del capitale sociale di IRIDE S.p.A. rappresentato da azioni ordinarie, ed il 51,079% dell'intero capitale sociale, detenute dalla holding Finanziaria Sviluppo Utilities S.p.A (società partecipata pariteticamente dal Comune di Genova e dal Comune di Torino);
- b) n. 94.500.000 azioni di Risparmio IRIDE S.p.A., assegnate a FCT a seguito della conversione delle azioni AEM Torino detenute da FCT, e rappresentanti il 100% del capitale sociale di IRIDE S.p.A. costituito da azioni di Risparmio, e pari al 11,5% dell'intero capitale sociale.

A base dell'Operazione¹⁷⁸ vi è il principio della pariteticità del Comune di Torino e del Comune di Genova nella partecipazione al capitale della holding Finanziaria Sviluppo Utilities , nonché nella corporate governance della Quotata.

Data 09 gennaio 2009

¹⁷⁸In data 25 ottobre 2006 è stato stipulato l'atto di fusione per incorporazione di AMGA in AEM Torino, con efficacia dal 31 ottobre 2006; da quest'ultima data la Società ha assunto la denominazione di IRIDE S.p.A.

Lottomatica

Le pattuizioni parasociali contenute nel Patto sono riconducibili ad un sindacato di voto e ad un patto che pone limiti al trasferimento delle azioni rilevanti a norma dell'art. 122, comma 1 e comma 5, lett. b), TUF. I patti hanno ad oggetto n. 39.413.505 Azioni della SAPA corrispondenti all'intero capitale sociale. La società B&D Holding di Marco Drago e C. S.a.p.a., tramite la società DEA interamente posseduta, controlla, con una partecipazione pari al 59.743% del capitale sociale, la società Lottomatica S.p.A.. Gli aderenti sono molteplici e costituiscono 4 gruppi familiari. Per effetto della sottoscrizione del Patto, nessun soggetto controllerà la SAPA ai sensi dell'art. 93 TUF. (

Data 19 novembre 2008 - durata biennale - rinnovo tacito per altri tre anni.

Mediobanca

Il patto è un'accordo di blocco avente la finalità di assicurare la stabilità dell'assetto azionario di Mediobanca, nonché la rappresentatività degli organi di gestione, a salvaguardia dell'unitarietà di indirizzo gestionale dell'Istituto (riconducibile alla fattispecie indicata dall'art. 122, lett. b), del D.lgs. 58/98). I partecipanti formano quattro gruppi, dove è precluso ad un soggetto partecipante ad un gruppo divenire partecipante dell'altro gruppo.

Data 29 dicembre 2008 - durata due anni - rinnovabile automaticamente per altri due anni.

Poiché i partecipanti sono numerosi e la nomina per esempio del consiglio di amministrazione di Mediobanca è regolata a seconda dei gruppi, non è possibile mettere in evidenza un singolo azionista che ha potere di nomina.

Mediolanum

Il patto parasociale è sottoscritto da FININVEST S.p.A (azionista diretto Berlusconi Silvio) e -ENNIO DORIS, FIN.PROG.ITALIA S.a.p.a. di Ennio Doris & C., HERULE FINANCE S.A. (individuati come il “Gruppo Doris” azionista diretto Doris Ennio) ed è classificabile come un sindacato di voto e disciplina il trasferimento delle azioni per l’esercizio del controllo paritetico e della conduzione congiunta di Mediolanum S.p.A. da parte di FININVEST e del Gruppo Doris.

Data 8 luglio 2009

Per questo motivo nell’analisi, Berlusconi Silvio e Doris Ennio sono classificati come azionisti di maggioranza assoluta (711).

Pirelli & C.

Accordo di blocco avente la finalità di assicurare alla Pirelli & C. la stabilità dell’assetto azionario e un’unicità di indirizzo nella gestione sociale. I soggetti aderenti sono: CAMFIN S.p.A., MEDIOBANCA S.p.A., EDIZIONE S.r.l., FONDIARIA - SAI S.p.A., ALLIANZ S.p.A., ASSICURAZIONI GENERALI S.p.A., INTESA SANPAOLO S.p.A., Massimo Moratti e SINPAR S.p.A.. Essi rappresentano il 46.22% delle azioni ordinarie emesse da Pirelli & C.

Data 10 gennaio 2009 - rinnovo automatico di tre anni in tre anni.

Anche se non esiste alcun soggetto che possa, tramite l’accordo, esercitare il controllo su Pirelli & C., comunque sono inserite nelle analisi le società blue chips che appartengono al patto. In pratica, “l’interpretazione” della partecipazione è dedotta dal suo valore ma a questa sarà affiancata la codifica del patto parasociale.

Prysmian

Il Contenuto degli Accordi riguarda limiti al diritto di voto e vincoli alla cessione delle azioni emesse da Prysmian Holding e detenute tramite il Fiduciario dai Managers Co-Investitori. Gli Accordi non hanno alcun effetto sul controllo di Prysmian Holding

Data 17 novembre 2008

Inoltre, è stato stipulato un altro patto del tutto simile a quello sinteticamente descritto in precedenza.

Data 17 novembre 2008

Rcs Mediagroup

Il Patto Parasociale ha ad oggetto l'esercizio del diritto di voto relativo alle azioni costituenti il Pacchetto Azionario. In particolare, il Banco Popolare si impegna ad esercitare il diritto di voto secondo le istruzioni di Pandette¹⁷⁹, per il tramite di una società fiduciaria nei termini ed alle condizioni di cui al mandato fiduciario che Pandette e il Banco Popolare hanno conferito alla Fiduciaria contestualmente all'intestazione fiduciaria in capo alla medesima Fiduciaria delle azioni costituenti il Pacchetto Azionario. Il Banco Popolare si impegna, inoltre, a non presentare o concorrere a presentare, né votare, neppure per interposta persona o fiduciaria, liste di candidati alla carica di amministratori o di sindaci di RCS diverse dalla lista che fosse presentata da Pandette.

Data 28 febbraio 2009 - 23 febbraio 2012 - rinnovo per altri due anni.

¹⁷⁹ Pandette Finanziaria S.r.l..

Per questo motivo, il Banco Popolare sarà sostituito nell'analisi con Pandette Finanziaria.

Inoltre, è stato stipulato un altro accordo è volto ad assicurare la stabilità della compagine sociale e l'unicità di indirizzo nella gestione sociale. La quota dei partecipanti detenuta è di 63.540% sul totale delle azioni ordinarie emesse da RCS. I partecipanti sono anche costituiti da società blue chip (Mediobanca, Fiat, Italcementi, Della Valle Diego, Fondaria-Sai, Pirelli & C., Intesa SanPaolo, Assicurazioni Generali, Merloni Francesco, Sinpar ed Edison). In ogni caso, non esiste alcun soggetto che in virtù del Patto esercita il controllo della società.

Data 27 marzo 2009 - durata tre anni - rinnovo tacito di tre anni in tre anni.

Nell'analisi saranno evidenziate le società blue chips che partecipano al patto, anche se non sono presenti dell'azionariato comunicato alla Consob, e per gli azionisti già presenti nell'azionariato aderenti al patto saranno classificati con la consueta codifica (11).

Seat Pagine Gialle

Ci sono due patti. Il primo è relativo al Dottor Luca Majocchi che venga nominato amministratore delegato di Seat e il suo compenso (*Data 23 febbraio 2009*). Il secondo riguarda la governance della società tra gli azionisti già messe in evidenza nell'azionariato di Seat. In virtù dell'Accordo, nessuna Parte è in grado, individualmente o congiuntamente con le altre Parti, direttamente o indirettamente, di esercitare il controllo di diritto o di fatto sulla società.

Data 9 maggio 2009

Società Cattolica Assicurazioni

I partecipanti al patto sono:

- a) Società Cattolica di Assicurazione Società Cooperativa;
- b) Banca Popolare di Vicenza.

Le pattuizioni che potrebbero essere rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Testo Unico contenute nell'Accordo sono riconducibili alle fattispecie di cui all'art. 122, comma primo e comma quinto, lett. a), b) e c) del Testo Unico. Il contenuto dell'accordo riguarda la governance della Società Cattolica Assicurazioni.

Data 14 settembre 2007 - durata cinque anni.

Telecom Italia

C'è da premettere che in seguito al Primo Aumento di Capitale ed all'acquisto delle Azioni Olimpia, Telco sarà titolare di una partecipazione diretta ed indiretta pari a circa il 23,6% del capitale ordinario di Telecom Italia (TI). In particolare:

(a) Telco deterrà il 100% del capitale di Olimpia che detiene a sua volta circa n. 2.407,3 milioni di azioni ordinarie di Telecom Italia pari al 17,99% del capitale ordinario di Telecom Italia;

(b) Telco deterrà circa n. 749,8 milioni di azioni Telecom Italia pari a circa il 5,6% del capitale ordinario di Telecom Italia.

Il Patto Parasociale ha la finalità di disciplinare: la *corporate governance* di Telco e di Olimpia, la presentazione da parte di Telco/Olimpia di una lista ai fini della nomina dei consiglieri di TI e il regime di circolazione delle Azioni Telco, delle Azioni Olimpia e delle Azioni TI.

Il capitale sociale di Telco sarà ripartito tra le società: Gruppo Assicurazioni Generali, Intesa Sanpaolo, Mediobanca, Sintonia.

Data 23 dicembre 2007 - durata tre anni.

L'elenco dell'analisi sull'azionariato sarà aggiornato con le precedenti società che appartengo al segmento blue chip anche se quest'ultime non hanno una partecipazione diretta in Telecom Italia. Infatti, sono classificati con la codifica 10110 (società blue chip e patto di sindacato di "Secondo Livello").

Inoltre, un altro patto riguarda la sottoscrizione di un contratto di opzione di acquisto sulle azioni detenute da Telco.

Data 23 dicembre 2007

Tiscali

Il patto è relativo all'esercizio di voto di Renato Soru per operazione di ristrutturazione del debito di Tiscali e delle sue controllate.

Data 25 maggio 2009

Unicredit

Il patto riguarda le intese nel progetto di fusione per incorporazione di Capitalia S.p.A. in Unicredit S.p.A..

Data 31 maggio 2007

Unione Di Banche Italiane

I patti parasociali comunicanti dalla Consob concernono l'estratto del contenuto di talune clausole dello Statuto dell'associazione non riconosciuta denominata "Associazione Banca Lombarda e Piemontese" (*data 5 giugno 2007*)

e l'estratto dell'atto costitutivo dell'associazione denominata "Gli Amici di Ubi Banca" (*data 20 novembre 2007*).

Unipol

Holmo S.p.A. ("**Holmo**") e BNP Paribas S.A. ("**BNP Paribas**") hanno stipulato patti che riguardano, direttamente, Finsoe S.p.A. e, indirettamente, la società da questa controllata Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. Le società detengono 85.41% del capitale sociale di Finsoe.

L'accordo prevede che: BNP Paribas è tenuta a mantenere la proprietà delle azioni Finsoe acquistate da Holmo e che Holmo dovrà fare sì che almeno un membro del Consiglio di Amministrazione di Finsoe sia designato da BNP Paribas.

Data 5 settembre 2008 - durata fino al 27 settembre 2009.

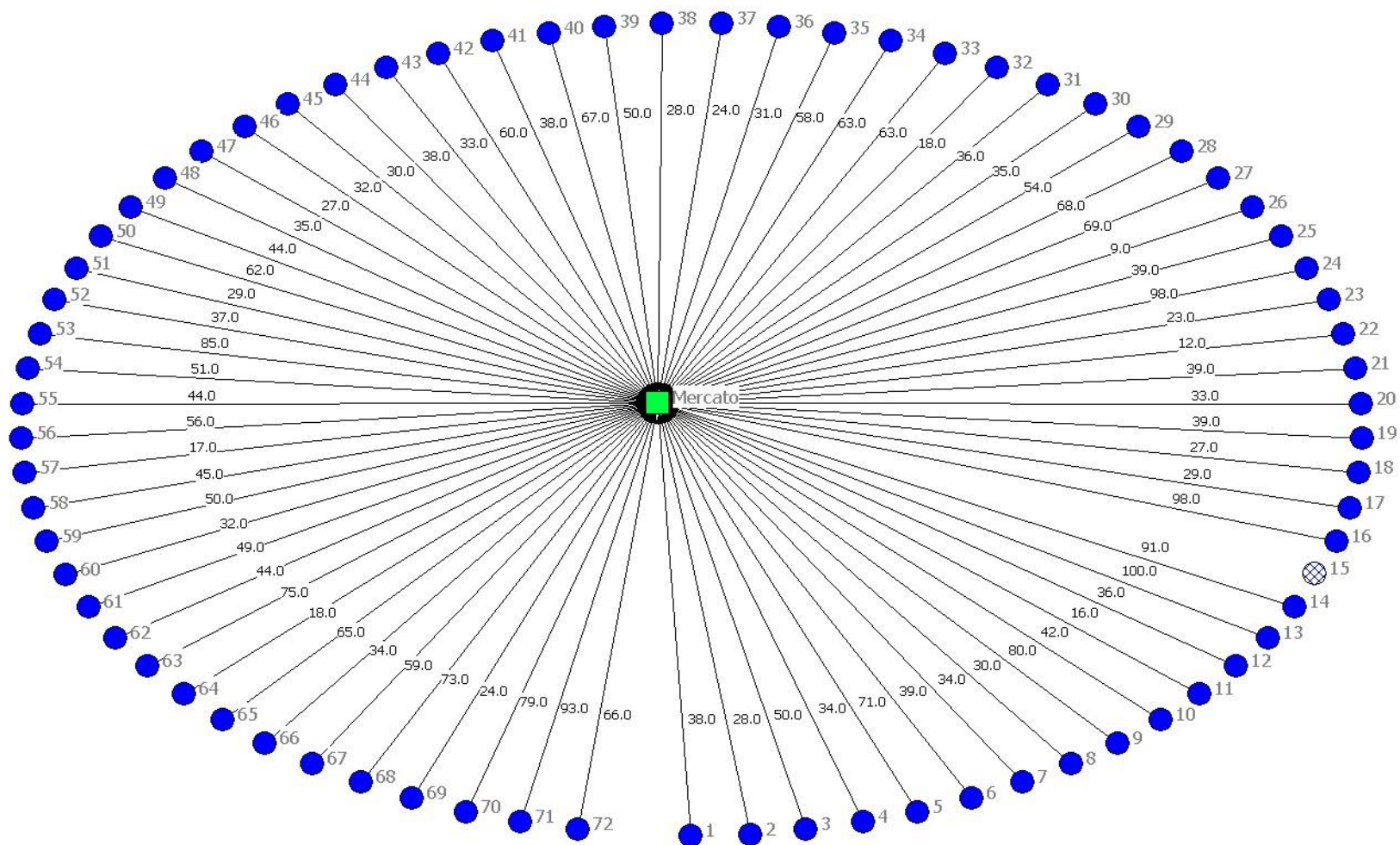
3.5.3. Il flottante delle società

Nell'azionariato attuale fornito dalla Consob, non solo sono elencati gli azionisti delle società, ma anche la quota di mercato ossia il loro flottante composto da azioni in circolazione detenute in una quota inferiore al 2%. Si è anche esposto che uno dei requisiti formali delle società appartenenti al segmento blue chip è quello di avere un flottante almeno pari al 25%. Di conseguenza, anche se questo dato non è importante al fine dell'analisi, è opportuno rilevarlo almeno per una completezza d'informazione. La figura 6 mostra il flottante (mercato) delle società blue chips.

Innanzitutto, si può notare che la società numero 15 (Banco Popolare di Sondrio) non ha un legame con il mercato poiché, come detto in precedenza, non è stato possibile reperire i dati sul suo azionariato.

In questa sede, l'unica cosa da rilevare è che alcune società (numeri 11, 22, 26, 32, 57 e 69) non possiedono il requisito formale. Se ciò è ammesso, in quanto i dati sono forniti dall'autorità di controllo, vuol dire che in alcuni casi il requisito formale può anche venir meno senza uscire dal segmento blue chip. Infatti, il regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. all'articolo 2.2.2., lett. b), riporta che: *“Borsa Italiana può, peraltro, ritenere sussistente tale requisito quando il valore di mercato delle azioni possedute dal pubblico faccia ritenere che le esigenze di regolare funzionamento del mercato possano essere soddisfatte anche con una percentuale inferiore a quella sopraindicata”* (pari al 25%).

Figura 5: Mercato società blue chips



3.5.4. Il collegamento tra amministratori e azionisti

L'azionista, attraverso la votazione in assemblea ordinaria, può determinare la nomina di uno o più amministratori. Questa è un diritto-facoltà ammesso dalla legge e dalle norme di *best practices* in quanto il consiglio di amministrazione, pur dovendo avere una capacità di giudizio autonoma per il conseguimento della creazione del valore per gli azionisti, comunque ha la responsabilità primaria di determinare e perseguire gli obiettivi strategici della società e quindi della generalità degli azionisti¹⁸⁰. Semplificando, è necessario, per gli scopi sopra detti, che un azionista (o più di uno) nomini un amministratore e in, termini generali, che l'assemblea ordinaria nomini il consiglio di amministrazione.

All'interno dell'assemblea, come esposto nel capitolo 2, esistono diversi azionisti (minoranza, minoranza qualificata, maggioranza) che sono portatori di diversi interessi nella società¹⁸¹ e nella quale fanno affidamento che i loro interessi siano soddisfatti o quanto meno non calpestati. Quindi, è pienamente pacifico che un azionista nomini un proprio amministratore ma se esso nomina la stessa persona in più di una società, allora può essere fonte di conflitto di interessi tale da andare a discapito degli altri azionisti¹⁸². Infatti, lo stesso codice di autodisciplina, come sopra riportato, indica che il consiglio di amministrazione deve tener conto della *generalità* degli azionisti e non, per esempio, del solo azionista di maggioranza.

¹⁸⁰ Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana, pag. 15.

¹⁸¹ Ci si riferisce alle cosiddette tre categorie di soci: socie-imprenditori, soci-risparmiatori e soci-speculatori. Questi, per loro natura, hanno interessi diversi sulla società. In particolare i diversi interessi sono: di controllo, di medio lungo periodo sui dividendi della società e di breve periodo ossia esclusivamente interessati all'incremento del valore della partecipazione.

¹⁸² Infatti, per attenuare questa possibilità, la legge impone che alcuni amministratori siano nominati dalle minoranze.

In sintesi, un amministratore di una società che siede anche nel consiglio di un'altra, se è espressione dello stesso azionista, allora probabilmente esso non agirà nell'interesse della generalità degli azionisti ma solo di quell'azionista.

Da queste premesse, si espongono le seguenti considerazioni al riguardo:

1) in relazione al consiglio di amministrazione si avrà:

- a) Nessuna fonte di conflitti di interessi: nessun amministratore in comune;
- b) Fonte di conflitto di interessi: amministratore in comune. Inoltre, come già è stato analizzato, il conflitto potrà avere un diverso impatto a seconda della diversa intensità quantitativa (cumulo di incarichi) e qualitativa (Presidente, Vice presidente; Amministratore Delegato), oltre comportare che una o più società possano avere maggiori informazioni rispetto alle altre.

2) in riferimento al collegamento tra amministratori e azionisti in comune nelle stesse società si avrà:

- a) Amministratori indipendenti: le società dove siede lo stesso amministratore *non* hanno azionisti in comune¹⁸³;
- b) Fonte di conflitto di interessi:
 - i. Amministratore di fiducia: le società dove siede l'amministratore *hanno un solo azionista* in comune (famigliare, società dove l'amministratore è proprietario, etc.);
 - ii. "Giro" degli amministratori: le società dove siede l'amministratore *hanno più azionisti* in comune. Questa si può ulteriormente suddividere in:

¹⁸³ Per indipendenza si fa riferimento a quanto definito. Di conseguenza non è in relazioni alla definizione data dalla legge o dal codice di autodisciplina.

- m. “Giro” in senso stretto:* l'amministratore gode comunque di fiducia (è molto vicino agli azionisti);
- mi. “Giro” in senso ampio:* l'amministratore gode di grande professionalità e prestigio oppure può essere uno scambio di favori.

Successivamente verrà esposto il punto due, poiché il primo punto già è stato trattato nel paragrafo “Gli amministratori” e le sue conseguenze sulle società nel paragrafo “La rete delle società”. A tale scopo, si cercherà di capire se un amministratore che siede in più consigli sia stato probabilmente nominato dallo stesso azionista.

Prima di passare a esporre i risultati dell'analisi, è opportuno soffermarsi in breve sulla metodologia adottata. Innanzitutto, è stata utilizzata la matrice di affiliazione *amministratore x società* per mettere in evidenza, attraverso il programma *Netdraw*, per ogni singolo amministratore ripetuto in quale società esso ha l'incarico. Poi, mediante l'elaborazione esposta nel paragrafo “L'elaborazione dei dati sull'azionariato”, sono state costruite due matrici: la prima di affiliazione *azionisti x società* dove sono elencati tutti gli azionisti, comprese le società blue chips¹⁸⁴; la seconda è una matrice pesata *società x società* dove i pesi sono le codifiche delle partecipazioni. A seconda della necessità di chiarezza, si utilizzerà la prima o la seconda matrice.

Il procedimento di analisi è il seguente:

- I. selezionare ogni amministratore che ha più incarichi per sapere quali società sono coinvolte (matrice *amministratore x società*). In pratica è una specifica del punto 1) lettera b);

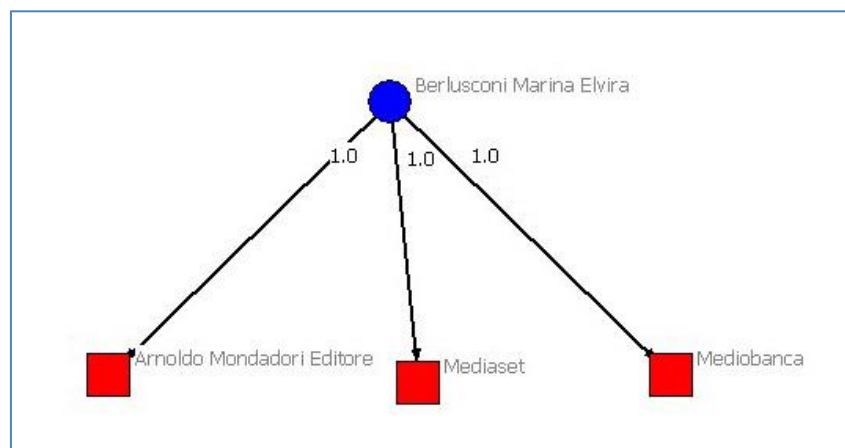
¹⁸⁴ Quest'ultime, se sono azionisti, non sono inserite con il nome completo della società ma con la loro iniziale seguita dalla loro classificazione. Per esempio, la società Assicurazioni Generali è stata inserita come A5. Questa ha permesso di non avere delle sovrapposizioni nel programma tra righe (azionisti) e colonne (società).

- II. evidenziare le società coinvolte per rilevare se hanno azionisti in comune (matrice *azionisti x società* o matrice *società x società*). Ciò risponde al punto 2.
- III. riportare in una tabella i motivi dei possibili conflitti di interessi con la relativa codifica dell'azionariato. Questo analizza il punto 2) lettera b).

Di seguito verranno illustrati degli esempi sui punti I e II, per chiarire il metodo di analisi adottato. In particolare, gli esempi sono relativi ad amministratori considerati di *fiducia*, del “*giro*” e *indipendenti*. Si vuole ricordare che gli amministratori a cui si farà riferimento sono quelli che hanno più di un incarico nelle società del segmento blue chip.

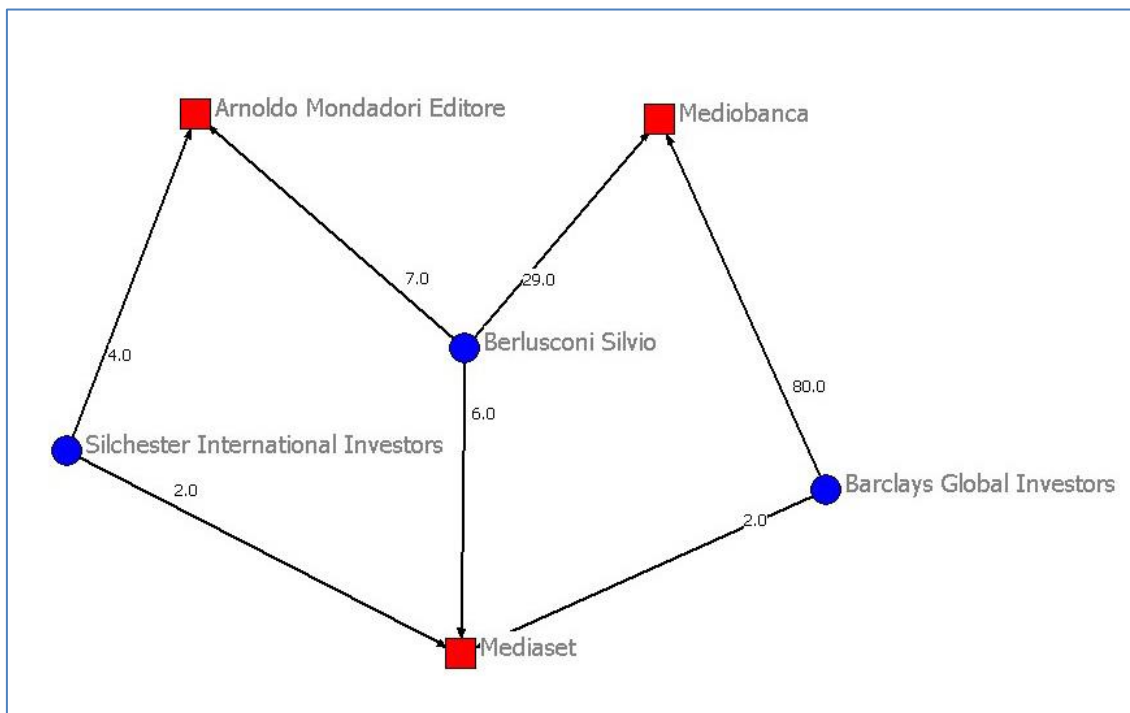
Applicando il punto I su Berlusconi Marina Elvira, come da figura seguente, si evidenzia come essa ha tre incarichi in altrettante società.

Figura 6a: Berlusconi Mariana Elvira – Punto I



Conoscendo, adesso, le società che hanno in comune l'amministratore suddetto, si può verificare che tipo di collegamento ha rispetto ai propri azionisti (punto II).

Figura 6b: Berlusconi Marina Elvira – Punto II



Nella figura sono state eliminati gli azionisti di una sola società. Com'è chiaro, c'è un solo azionista in comune per tutte e tre le società ed è Berlusconi Silvio. Di conseguenza, si può affermare che l'amministratore Berlusconi Marina Elvira sia stata nominata dall'azionista Berlusconi Silvio. Ovviamente ciò è palese a tutti. Sappiamo che Berlusconi Silvio è il padre di Marina Elvira, quindi tale figura non è necessaria per scoprire chi, probabilmente, ha nominato l'amministratore. Infatti, anche se in questo caso il sistema utilizzato si può rilevare quasi inutile, in realtà conferma la bontà del procedimento impiegato. Inoltre, possiamo sapere che tipo di partecipazione l'azionista in comune ha nelle società (nell'esempio sono 7.0, 29.0 e 6.0). Questa partecipazione codificata, successivamente, sarà inserita nella tabella come detto nel punto III. C'è da aggiungere, infine, che l'amministratore verrà ritenuto di *fiducia* come spiegato nelle considerazioni precedenti.

Poiché il precedente esempio da conferma dalla coerenza dell'analisi, allora si vuole esporre un altro esempio, sempre nel caso in cui un amministratore sia di *fiducia*. Analizziamo, quindi, Benetton Gilberto. Avendo già esposto il procedimento, di seguito saranno mostrate contemporaneamente le due figure, soffermandosi sulle conclusioni della seconda.

Figura 7a: Benetton Gilberto – Punto I

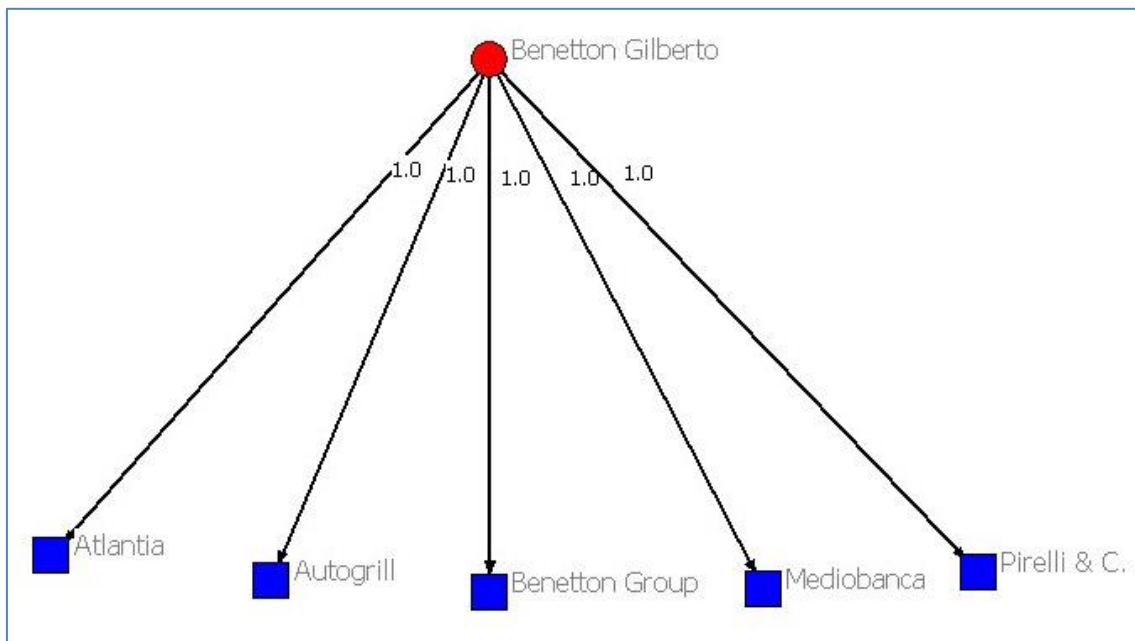
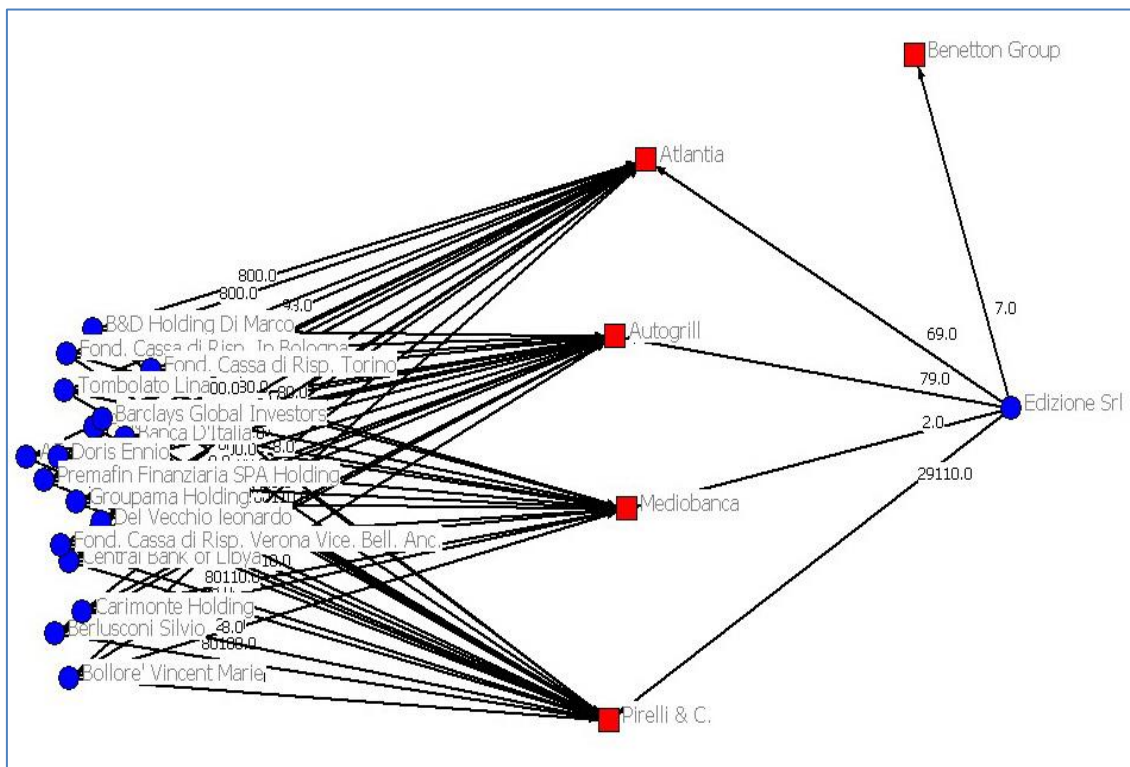


Figura 7b: Benetton Gilberto – Punto II



In questo esempio, come in quello precedente, si può ritenere che l'amministratore sia di *fiducia*, poiché le società coinvolte hanno un solo azionista in comune: Edizione Srl. In particolare, sappiamo che nella codifica utilizzata non si evidenzia se l'azionista in comune, non essendo una società blue chip, ha tra i suoi azionisti (partecipazione indiretta) uno degli azionisti diretti già presenti nelle società blue chips. In questo caso ci vengono in aiuto i patti parasociali, nella parte dedicata alla società Atlantia. Essa informa che Edizione Srl¹⁸⁵ è una società nata dalla fusione per incorporazione delle controllate Edizione Hoding spa e Sintonia, dando conferma del fatto che Benetton Gilberto sia stato nominato amministratore da Edizione Srl. perché esso è di *fiducia*.

¹⁸⁵ Prima della fusione la denominazione era Ragione Sapa, holding della famiglia Benetton.

Passiamo al prossimo esempio, quello riguardante l'amministratore valutato come un consigliere appartenente al “giro”, in particolare sull'amministratore Vinci Francesco Saverio

Figura 8a: Vinci Francesco Saverio – Punto I

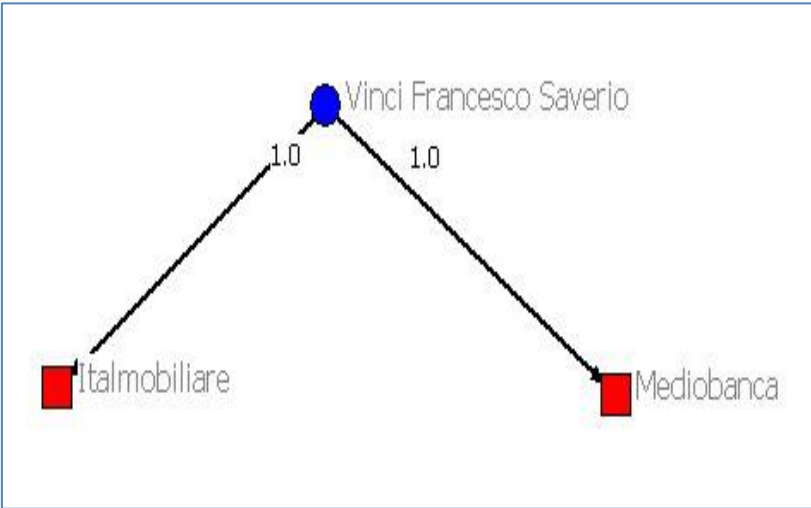
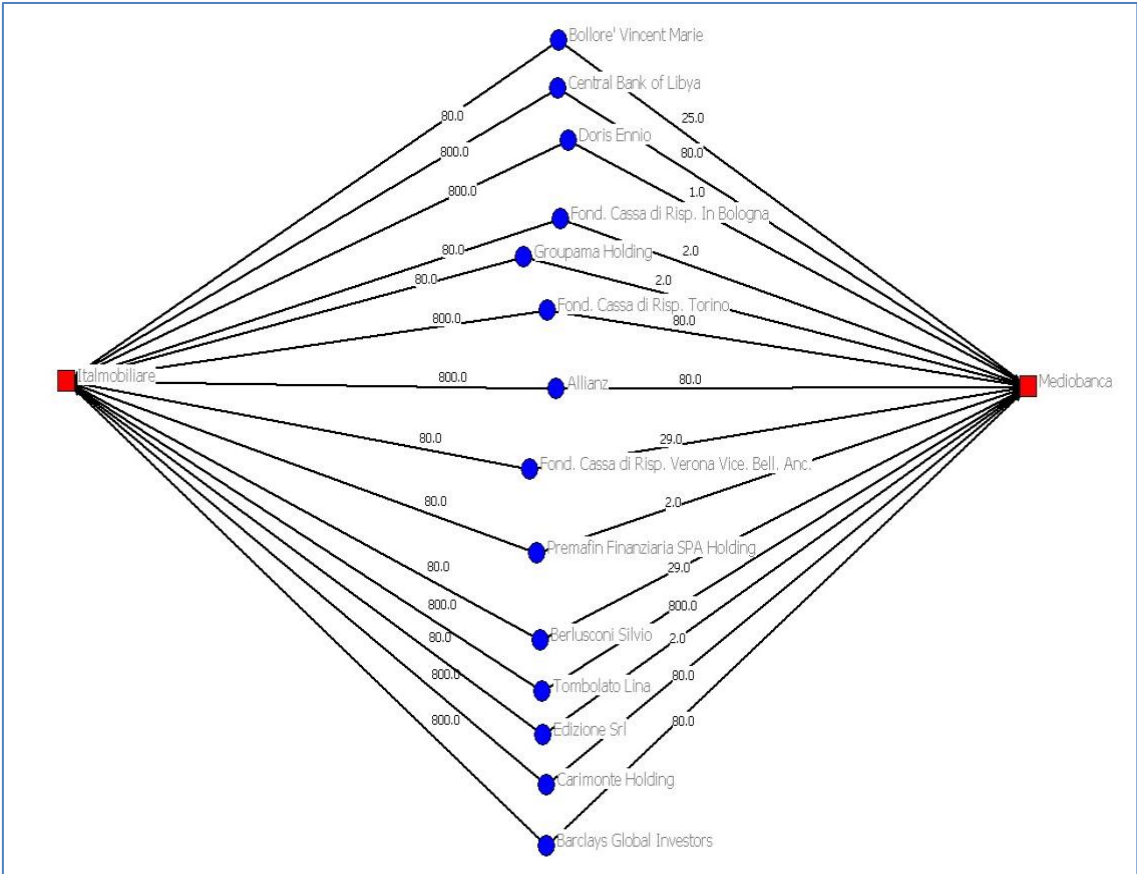
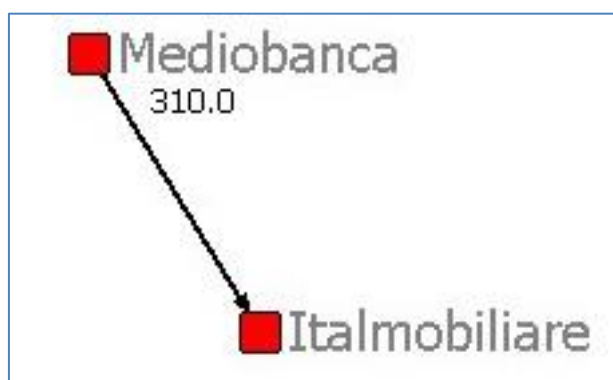


Figura 8b: Vinci Francesco Saverio – Punto II



La conclusione è molto chiara: l'amministrazione, secondo le considerazioni esposte, è del “giro” in quanto le società dove ha gli incarichi hanno in comune più azionisti. Date le ipotesi di partenza, allora questi stessi azionisti direttamente o per condiscendenza hanno nominato Vinci Francesco Saverio amministratore. A differenza del precedente esempio, qui notiamo oltretutto, che la maggior parte delle partecipazioni di questi azionisti sono indirette. Conoscendo i criteri di codifica, si può affermare che tra le due società c'è un collegamento attraverso una partecipazione diretta. Per evidenziare ciò, si è utilizzata la matrice *società x società*¹⁸⁶, mostrando il legame come da figura.

Figura 8c: Vinci Francesco Saverio – Punto II- bis



Adesso è ancora più palese che Mediobanca ha una partecipazione diretta, che varia tra il 5% e il 10%, in Italmobiliare. Anche se non si può risalire con certezza ad un unico azionista, comunque si può ritenere che sono gli azionisti di Mediobanca a nominare l'amministratore in Italmobiliare. Quindi, l'amministratore, in questa sede, è considerato del “giro” in *senso stretto* ossia probabilmente gode comunque di fiducia negli azionisti di Mediobanca.

Fino ad adesso, si è mostrata la diversa suddivisione della fonte del conflitto di interessi (*fiducia* e “giro”), non rimane che esporre il caso in cui un

¹⁸⁶ In questo caso, i legami sono rappresentati da partecipazioni e non da amministratori in comune.

amministratore, pur avendo più incarichi nelle società blue chips, quest'ultime non hanno azionisti in comune. In tale circostanza si parlerà di *indipendenza*. L'amministratore preso come esempio è Reboa Marco.

Figura 9a: Reboa Marco – Punto I

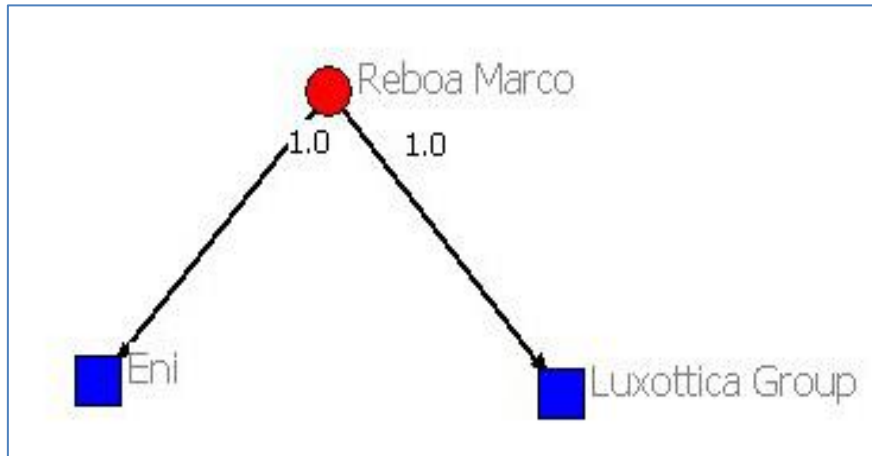
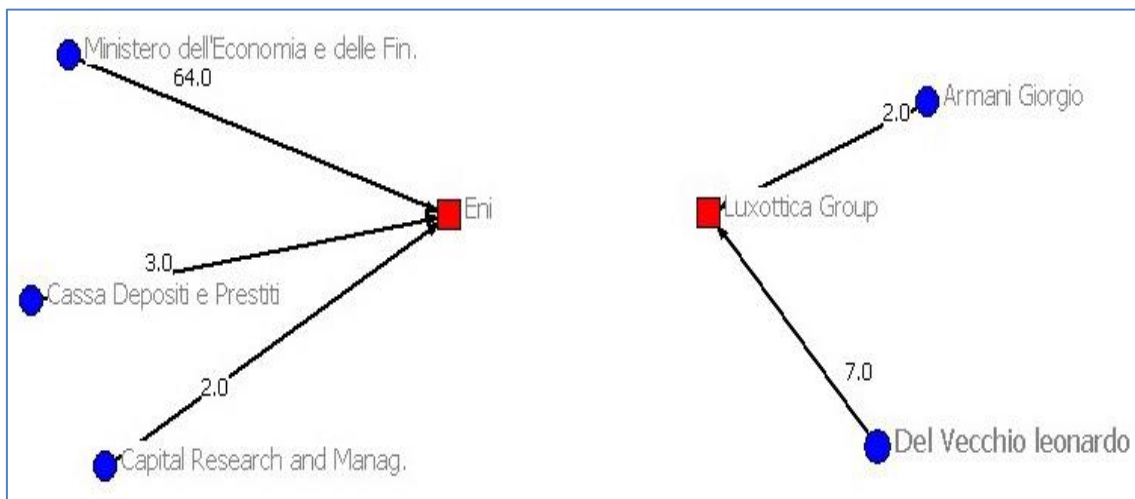


Figura 9b: Reboa Marco – Punto II



Reboa Marco ha incarichi nelle società Eni e Luxottica Group. Quest'ultime, come da figura 9b, non hanno nessun azionista in comune. Benché l'amministratore suddetto potrebbe avere dei conflitti di interessi nelle due società, non può essere considerato espressione di uno o più azionisti in

comune tra le due società. Quindi, in poche parole, il conflitto di interesse potenziale si spegne non avendo più nessun motivo per poterlo alimentare. Il risultato mostrato è identico a quello riportato nella corporate e governance delle società, ossia l'amministratore Reboa Marco è ritenuto indipendente nel rispetto delle leggi e del codice di autodisciplina.

A questo punto non rimane che fare lo stesso discorso per tutti gli amministratori che hanno più di un incarico¹⁸⁷ e riportare i risultati in diverse tabelle.

3.5.4.1. Gli amministratori di fiducia

Prima fra tutti è il caso in cui l'amministratore sia di *fiducia*, cioè se le società dove esso ha incarichi hanno lo stesso azionista in comune tanto da potere ipotizzare che esso sia stato nominato da quell'azionista in comune. Nella tabella seguente sono elencati gli amministratori, il numero degli incarichi e l'azionista in comune. La parte della codifica non sarà esposta caso per caso ma solo in termini sintetici e descrittivi dopo la tabella.

Tabella 1 1: Amministratori di fiducia

AMMINISTRATORI DI FIDUCIA		
AMMINISTRATORE	N° Incarichi	Azioinista
Benetton Gilberto	5	Edizione Srl
Ligresti Jonella	5	Premafin Finanziaria SPA Holding
Perissinotto Giovanni	4	Assicurazioni Generali
Berlusconi Marina Elvira	3	Berlusconi Silvio
Cannatelli Pasquale	3	Berlusconi Silvio

¹⁸⁷ Sono esclusi due amministratori che avendo incarichi nella Banca Popolare di Sondrio, non possono essere analizzati.

Elkann John Philip	3	Giovanni Agnelli & C.
Ermolli Bruno	3	Berlusconi Silvio
Ligresti Giulia Maria	3	Premafin Finanziaria SPA Holding
Talarico Antonio	3	Premafin Finanziaria SPA Holding
Agnelli Andrea	2	Giovanni Agnelli & C.
Barel Di Sant'albano Carlo	2	Giovanni Agnelli & C.
Benetton Alessandro	2	Edizione Srl
Brandolini D'adda Tiberto	2	Giovanni Agnelli & C.
Brunetti Giorgio	2	Edizione Srl
Camadini Giuseppe	2	Fond. Banca del Monte di Lombardia
Colombo Paolo Andrea Pio	2	Capital Research and Manag.
De Benedetti Carlo	2	De Benedetti Carlo
De Benedetti Rodolfo	2	De Benedetti Carlo
Doris Ennio	2	Doris Ennio
Grande Stevens Franzo	2	Giovanni Agnelli & C.
Ligresti Gioacchino Paolo	2	Premafin Finanziaria SPA Holding
Lo Vecchio Consolazione Lucia Lia	2	Premafin Finanziaria SPA Holding
Malguzzi Alfredo Michele	2	Edizione Srl
Marchionni Fausto	2	Premafin Finanziaria SPA Holding
Messina Alfredo	2	Berlusconi Silvio
Paravicini Crespi Luca	2	De Benedetti Carlo
Pini Massimo	2	Premafin Finanziaria SPA Holding
Rucellai Cosimo	2	Premafin Finanziaria SPA Holding
Totale 28		

Come si può notare, il 22,4% degli amministratori sono nominati da un solo azionista. Un dato relativamente elevato giacché lo stesso azionista ha la capacità di nominare un proprio amministratore in più di una società (addirittura nove di questi, un terzo del totale, sono nominati in più di due

società). Nel complesso, le società coinvolte sono 22¹⁸⁸. Inoltre, quasi la totalità delle partecipazioni sono quelle codificate con il numero 7 e 6 ossia qualificabili come maggioranza assoluta o dominante (solo un amministratore è nominato da partecipazioni con valore 2, probabilmente espressione di una volontà dell'azionista di minoranza). Ciò è caratteristico di un'alta concentrazione di capitale sociale in mani di pochi azionisti grazie a piramidi azionarie, partecipazioni incrociate e scambi di poltrone¹⁸⁹. Come esposto nel capitolo precedente, a cui si rinvia per una lettura completa, la separazione tra proprietà e controllo ha dei risvolti positivi e negativi. E' chiaro che se la proprietà è concentrata, giacché tale controllo viene esercitato attraverso partecipazioni dirette, indirette e incrociate e con accordi tra azionisti (esempio patti parasociali), né il diritto societario e né la disciplina dei mercati finanziari sono in grado di modificare gli assetti proprietari comportando una possibile inefficacia sia delle norme sulla trasparenza e sia di quelle sui conflitti di interesse. Inoltre, la *contendibilità del capitale* è assai ridotta. In altre parole, il segmento blue chip è la “parte” del mercato Italiano caratterizzato da più flottante con l'effetto, almeno teorico, di agevolare la contendibilità delle società da parte di altri azionisti con il risultato che i meccanismi di funzionamento del mercato riescano, in caso di giudizio negativo sull'operato dei manager, a sostituire i vertici decisionali attraverso le scalate ostili¹⁹⁰. Questa situazione, apparentemente applicabile anche nel caso oggetto di analisi, in realtà non si può verificare perché coloro che hanno partecipazioni rilevanti tendono a

¹⁸⁸ Si tenga presente che le partecipazioni indirette sono riferite solo alle società blue chips e non a ogni azionista (soprattutto società) che possiede tali partecipazioni. Quindi è plausibile che il numero delle società coinvolte sia più elevato se si tenessero in considerazione tutte le partecipazioni indirette di tutti gli azionisti e non solo delle società blue chips.

¹⁸⁹ In questa tesi non si analizzeranno le piramidi azionarie e ne le partecipazioni incrociate. Si ritiene che se uno stesso amministratore viene nominato in più società (scambi di poltrone) allora significherebbe una volontà di controllo nella società, caratteristico quest'ultimo di una proprietà concentrata in mani a pochi azionisti.

¹⁹⁰ In letteratura si fa riferimento, spesso, al un termine in inglese: take-over.

nominare le stesse persone nei consigli di amministrazione. Con questo si vuole intendere che gli azionisti sopramenzionati (per esempio: Edizione Srl., Premafin ed etc,) hanno un interesse¹⁹¹ in quelle società tale da far ipotizzare che la nomina dell'amministratore non è solo fatta per un ruolo di gestore ma soprattutto per un quadro generale di riferimento, collocabile nella proprietà concentrata di quei azionisti nelle diverse società. Questo conduce a una prospettiva di creazione di valore per le società di medio - lungo termine, sicuramente auspicabile e apprezzabile, ma si traduce, di fatto, in eccessiva rigidità soprattutto dovuta, non da norme rivolte alla tutela della generalità degli azionisti, ma dalla conseguenza che essa è gestita dalle stesse persone e, volendo o non volendo, espressione di quei soli interessi. Ci sono degli esempi precisi a conferma di quanto detto ma, poiché esula da questa tesi, non si esporranno.

3.5.4.2. Gli amministratori del “giro”

Per quanto riguarda l'analisi degli amministratori del “giro” occorre fare delle premesse. Prima di tutto, come sopra accennato, si considerano amministratori del “giro” coloro che hanno incarichi nelle società dove sono presenti gli stessi due o più azionisti. Inoltre, le valutazioni per la distinzione del “giro” in *senso stretto* e in *senso ampio* sono fatti caso per caso. In genere, ritengo di considerarli rientranti nel primo caso quando tra le società coinvolte esistono delle partecipazioni incisive (per esempio maggioranza dominante) ovvero quando tra gli azionisti c'è lo stesso amministratore. Nel secondo caso, tutti gli azionisti in comune che non hanno i requisiti descritti nel primo caso e coloro

¹⁹¹ Per avere un'informazione sul controllo e sull'interesse puntuale su ogni singola società bisognerebbe analizzare le partecipazioni dal punto di vista della formazione di gruppi aziendali e tutte le conseguenze che questo comporta.

che pur avendo solo un azionista in comune, in teoria quindi classificabile come di *fiducia*, la loro partecipazione è inferiore alla codifica 81 (partecipazione indiretta inferiore al 2%). Fatte queste premesse, di seguito si riporta la relativa tabella.

Tabella 12: Amministratori del “giro”

AMMINISTRATORI DEL "GIRO"			
AMMINISTRATORE	N° INCARICHI	IN SENSO	
		STRETTO	AMPIO
Pesenti Carlo	5	1	
Mion Gianni	4		1
Pagliaro Renato	4		1
Secchi Carlo	4		1
Bernheim Antoine	3		1
Bombassei Alberto	3		1
Del Vecchio Leonardo	3	1	
Della Valle Diego	3	1	
Galateri Di Genola E Suniglia Gabriele	3		1
Libonati Berardino	3		1
Minucci Aldo	3		1
Pesenti Giampiero	3		1
Sacchi Alberto	3		1
Tronchetti Provera Marco	3		1
Angioni Giovanni	2		1
Arona Enrico	2		1
Baronio Franco	2	1	
Ben Ammar Tarak	2		1
Berlusconi Piersilvio	2	1	
Bertazzoni Roberto	2	1	
Cao Stefano	2		1
Carbonato Gianfranco	2		1
Castellucci Giovanni	2		1
Catania Elio Cosimo	2		1
Cattaneo Ernesto	2		1
Cocchi Mario	2		1

Cominelli Claudio	2		1
Cucchiani Enrico Tommaso	2		1
De Conto Claudio	2		1
Erede Sergio	2		1
Faroni Maurizio	2		1
Ferrero Pietro	2		1
Gavio Beniamino	2		1
Gavio Daniela	2		1
Guerra Andrea	2		1
Hennekinne Loic	2		1
Lucchini Italo	2	1	
Minolfi Massimo	2	1	
Moratti Massimo	2		1
Nagel Alberto	2	1	
Novarese Andrea	2		1
Palenzona Fabrizio	2		1
Pelliccioli Lorenzo	2		1
Piaggio Giuseppe	2	1	
Rampl Dieter	2	1	
Ravanelli Renato Amilcare	2	1	
Rossetti Paolo	2	1	
Salza Enrico	2		1
Tondato Da Ruos Gianmario	2		1
Viero Andrea	2	1	
Vinci Francesco Saverio	2	1	
Totale 51		15	36

In questo caso, si hanno 51 amministratori (pari al 40,8% del totale) che si possono ritenere appartenenti al cosiddetto “*giro*”; un dato nettamente superiore rispetto a quello trovato per gli amministratori di *fiducia*. Di conseguenza, il fenomeno più riscontrato nel segmento blue chip è quello dove gli amministratori sono nominati da più azionisti, costituendo un numero cospicuo di persone che hanno la possibilità di incontrarsi, in un modo o

nell'altro¹⁹², nelle diverse società. Per di più, 14 amministratori hanno incarichi in più di due società. La tabella fornisce, inoltre, un'importante informazione: la suddivisione tra “*giro*” in *senso stretto* e in *senso ampio*. Il primo mette in evidenza che anche se non c'è un unico azionista a determinare la nomina ma più di uno, comunque può rappresentare espressione di fiducia e/o di vicinanza tra l'amministratore e gli azionisti. Allora, date queste brevi considerazioni, il dato precedentemente trovato sugli amministratori di *fiducia* dovrebbe essere aggiornato con quest'ultimo. In particolare, si avrà un totale di 43 amministratori (28 + 15) che corrisponde al 34,4% di tutti gli amministratori che hanno più di un incarico, confermando ulteriormente le affermazioni riportate come commento nella tabella 11. Il secondo, parallelamente al primo, mostra che ci sono 36 amministratori ritenuti come appartenenti al “*giro*” in *senso ampio*, poiché si considerano che godono di grande professionalità e prestigio e/o possono consistere in scambi di favore tra soci. C'è da sottolineare che, date le ipotesi su cui si fonda l'analisi, a volte si poteva valutare un amministratore sia appartenente al sottogruppo suddetto e sia come *indipendente* ma, per coerenza di procedimento, si è ritenuto di includerlo tra gli amministratori nel *senso ampio*. Tuttavia, ciò si riferisce ad un numero estremamente marginale di amministratori comportando di considerare il dato totale comunque attendibile al fine dell'analisi.

La particolarità tra gli amministratori del “*giro*” rispetto a quelli di *fiducia* risiede nell'osservare la codifica delle partecipazioni. In primo luogo, nel “*giro*” emergono tutte le codifiche delle partecipazioni e non solo quelle riferite al 7 o al 6, mostrando chiaramente come il fenomeno del “*giro*” coinvolge i diversi azionisti a prescindere dalla loro “forza” nell'assemblea. In secondo luogo, le

¹⁹² Si fa soprattutto riferimento all'opportunità di incontrarsi faccia a faccia nello stesso consiglio di amministrazione. Al riguardo, si veda il paragrafo “La ripartizione della rete”.

partecipazioni maggiormente presenti del “*giro*” degli amministratori sono quelle che hanno un valore tra il 2% e il 5% e quelle indirette. Innanzitutto, la legge stabilisce che le minoranze hanno il diritto di nominare un amministratore¹⁹³, quindi il dato può risentire di questa prescrizione. Comunque, non cambierebbe il significato sostanziale del dato. A questo punto, si potrebbe considerare che se un azionista ha la maggioranza assoluta o dominante in assemblea dei soci allora sarà indotto a nominare un amministratore di fiducia, mentre se ci sono più azionisti la nomina dipende dall’ottemperanza dei diversi interessi: a volte collimano, come nel caso di amministratori del “*giro*” in *senso stretto*, altre volte divergono come nel caso del “*giro*” in *senso ampio*, nella quale la nomina è dovuta dalla possibilità data dalla legge o da un compromesso. Il compromesso si può riferire sia al fatto che l’amministratore gode di grande professionalità accettata, per diverse ragioni, dai soci e sia al fatto che può essere il risultato di uno scambio di favori. Quest’ultima ipotesi, soprattutto per l’oggetto dell’analisi, è difficile verificarla con certezza e di conseguenza si rivela più un’insinuazione, ma non per questo bisogna escluderla tra i possibili motivi di nomina di un amministratore.

Le società blue chips coinvolte dal fenomeno del “*giro*” sono ben 35. Quindi da un lato, abbiamo 22 società che hanno nel loro consiglio amministratori di *fiducia*, dall’altro abbiamo 35 consigli dove all’interno c’è un amministratore del “*giro*”. Inoltre, si può osservare che le società coinvolte contemporaneamente da entrambi i fenomeni sono ben 11.

Nel segmento blue chip, nel complesso, esiste un gruppo di società estremamente collegate tra di loro attraverso la nomina reciproca di amministratori. Tale situazione, aldilà delle teorie sugli effetti che ha nella

¹⁹³ Articolo 147-ter, comma 3 del T. U. F..

performance, di certo mostra un possibile potenziamento del conflitto di interessi sia negli amministratori sia nelle società. Lo scambio di informazioni è troppo denso e ristretto da non evidenziare, se così si può chiamare, un'anomalia nella corporate e governance. Inoltre questa caratteristica, tra l'altro, potrebbe essere espressione di una cultura più dedicata a nominare un amministratore conosciuto che un amministratore non conosciuto, ma comunque dotato di grande professionalità; facendo un estremo ragionamento, una cultura volta più alle relazioni che al merito.

3.5.4.3. Gli amministratori indipendenti

Gli amministratori indipendenti sono l'ultima ipotesi dell'analisi. Essi sono caratterizzati dal fatto che, come gli altri, hanno più di un incarico ma le società interessate non hanno azionisti in comune. Prima di mostrare e commentare la tabella, si vogliono mettere in luce i possibili limiti di quest'approccio. Il primo si basa sul requisito dell'assenza di azionisti in comune. Questo potrebbe comportare, in pratica, che analizzando tre società un amministratore è considerato indipendente ma potrebbe non esserlo se ne analizzassimo solo due. In altri termini, potrebbe accadere che se un amministratore avesse due incarichi in quelle società non potrebbe essere indipendente, ma se lo stesso ha un altro incarico e in questa società non ci sono azionisti in comune con le altre, allora si qualificherebbe come indipendente. Paradossalmente, aumentando il numero delle società si aumenta la possibilità di avere un amministratore *indipendente*: teoricamente, questo è un limite sicuramente da tenere sempre in considerazione. In realtà, la sua portata svanisce o, quanto meno, è circoscritta. Infatti, i dati riferiti agli

amministratori di *fiducia* e del “*giro*” ci indicano che c’è uno stretto legame tra nomina e azionisti. Quindi, se l’amministratore è nominato in più di una società e tra queste non c’è un azionista in comune, probabilmente esso è *indipendente*. Infatti, se esistesse un azionista in comune probabilmente esso nominerebbe un amministratore di *fiducia* o del “*giro*”. In ogni modo, se nell’analisi si riscontrassero molti casi caratterizzati da questo limite, allora si terrà presente al momento del commento e/o si sceglierà di ridurre la sua influenza al minimo possibile attraverso dei requisiti aggiuntivi.

Un ultimo limite che si vuole evidenziare è che i dati non si riferiscono alla distinzione tra i ruoli chiave degli amministratori. In poche parole, i dati prendono in considerazione solo se gli amministratori, di conseguenza le società, non hanno uno o più azionisti in comune e, quindi, non includono la possibilità che la caratteristica dell’indipendenza possa essere inficiata dal fatto che essi hanno ruoli chiave nelle società suddette. Anche questa circostanza dovrebbe essere limitata per le considerazioni svolte sopra. Comunque, questo limite è di minore importanza rispetto al primo. In sintesi, si procederà nell’analisi tenendo in considerazione il primo limite. Per il secondo, si terrà in considerazione indipendenza o meno secondo il codice di autodisciplina e/o il T. U. F.. Solo nel caso in cui i risultati fanno emergere un netto divario tra i due, è probabile che il secondo limite sia stato incisivo. Fatte le dovute premesse, si passa a mostrare la tabella degli amministratori *indipendenti*¹⁹⁴.

¹⁹⁴ Ovviamente in questo caso non state inserite le varie codifiche poiché tutte potevano solo che essere assenti poiché si è ipotizzato la mancanza di legami tra gli azionisti.

Tabella 13: Amministratori indipendenti

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI		
AMMINISTRATORE	N° INCARICHI	DA CODICE AUT. e/o T.U.F.
Clo' Alberto	3	SI
Costamagna Claudio	3	SI
Di Maio Maurizio	3	SI
Garavoglia Luca	3	SI
Greco Mario	3	SI
Gros Pietro Gian Maria	3	SI
Poli Roberto	3	NO
Rispoli Vittorio	3	SI
Zuccoli Giuliano	3	NO
Alberti Piergiorgio	2	SI
Belcredi Massimo	2	SI
Benassi Lino	2	NO
Berger Roland	2	SI
Bianchi Luigi Arturo	2	SI
Broggini Andrea	2	SI
Calandra Buonauro Vincenzo	2	SI
Caltagirone Francesco Gaetano	2	SI
Collina Piero	2	SI
Cordero Di Montezemolo Luca	2	SI
Corradi Enrico	2	SI
De Tilla Maurizio	2	SI
Debenedetti Franco	2	SI
Ferrero Cesare	2	SI
Giussani Alberto	2	SI
Gnudi Piero	2	SI
Mangiagalli Marco	2	SI
Maramotti Luigi	2	SI
Marcegaglia Emma	2	SI
Marchionni Fausto	2	SI
Marri Alberto	2	SI

Marrone Virgilio	2	SI
Mattioli Francesco Paolo	2	SI
Mincato Vittorio	2	SI
Paolucci Umberto	2	SI
Randazzo Francesco	2	SI
Reboa Marco	2	SI
Recchi Claudio	2	SI
Resca Mario	2	SI
Rocca Gianfelice	2	SI
Roth Luigi	2	SI
Saviotti Pierfrancesco	2	SI
Scaroni Paolo	2	SI
Stefanini Pierluigi	2	SI
Taranto Francesco	2	SI
Vitale Marco	2	SI
Zanetti Emilio	2	SI
Totale 46		

Come nelle altre ipotesi, s'inizia a evidenziare il dato totale. Un numero considerevole di amministratori (46) può essere considerato *indipendente*, formando un gruppo di persone che hanno un elevato grado di prestigio e di professionalità. Si potrebbe considerare che nel segmento blue chip, se è vero che la stragrande maggioranza delle nomine di coloro che hanno più incarichi sono dovute da una relazione stretta con uno o più azionisti, è altrettanto vero che essendo qualificabile il mercato come giudice sul comportamento delle società, allora avere nel consiglio un amministratore riconosciuto come di grande qualità aumenta il prestigio e la correttezza della società verso l'esterno. In poche parole, l'amministratore è fonte di assicurazione per il mercato. Forse è proprio per questa ragione che le società coinvolte sono ben 58, ricordando che per le altre ipotesi erano pari a 22 (*fiducia*) e a 35 (*"giro"*). Però è chiaro che nelle 58 società possono esserci anche amministratori di *fiducia* e del *"giro"* minando il beneficio dell'inclusione di un amministratore *indipendente*.

Infatti, le società che hanno solo amministratori *indipendenti* sono pari a 28, quindi il dato è ridimensionato della metà. Di conseguenza, si può ritenere che la necessità di avere un amministratore *indipendente* è una conseguenza, da parte della società, della presenza nel consiglio di amministratori non qualificabili come indipendenti. Ciò è più evidente se si prende in considerazione il numero delle società che hanno amministratori di *fiducia* e del “giro” e le società che hanno, inoltre, anche un amministratore *indipendente*. Nel primo caso, il totale è pari a 15, nel secondo è pari a 13. La deduzione porta ad affermare che se la fonte del conflitto di interesse è dovuta contemporaneamente sia da amministratori di *fiducia* che del “giro” allora per controbilanciarla è necessario introdurre un amministratore *indipendente*, soprattutto se questo è considerato dal sistema come tale¹⁹⁵. Infatti esso gode di stima da parte di più società. Oppure semplicemente le società che hanno il “vizio” di nominare amministratori di *fiducia* o del “giro”, hanno anche il “vizio” di nominare gli amministratori come *indipendenti* quelli che svolgono già incarichi in altre società.

Adesso, però, è opportuno prendere in considerazione i limiti dell’analisi. Scongiurato il primo limite, si passa ad evidenziare il secondo. Dalla colonna “Da codice di Aut. e/o T.U.F.”, si nota come solo 4 amministratori non possono essere classificabili come indipendenti secondo il codice e la legge. C’è da aggiungere, inoltre, che nel caso in cui una società qualifica un amministratore come indipendente e l’altra no, si considerava nell’analisi comunque come indipendente. Inoltre, non si può fare un confronto diretto tra l’indipendenza intesa in questa analisi e quella del codice e del T.U.F. poiché i requisiti sono diversi anche se possono essere coincidenti. Si vuole intendere che l’ipotesi

¹⁹⁵ Si ricorda che in questa analisi con il termine amministratori si intendono quelli che siedono in più di un consiglio.

utilizzata in questa sede è dovuta solo alla presenza o meno di azionisti in comune e questo potrebbe portare ad includere amministratori che in realtà non hanno il requisito suddetto. Allora una possibile soluzione è proprio quella di tenere in considerazione il limite. Ossia, si potrebbe ritenere indipendente chi contemporaneamente non ha azionisti in comune e non ha ruoli chiave. In questo caso, però, comporterebbe aumentare i vincoli di inclusione e parallelamente aumentare quelli relativi all'ipotesi del “giro”. In questo modo, si sarebbe forzato troppo il risultato totale a discapito delle conclusioni sugli amministratori del “giro”. Inoltre, l'analisi del collegamento tra amministratori e azionisti in comune è funzionale a ricercare la fonte del conflitto di interessi nell'ipotesi di *fiducia* e del “giro”. Il dato degli amministratori *indipendenti* è una conseguenza di questa scelta. Infatti, nel determinare il numero di amministratori in conflitto di interessi nei consigli delle società si farà riferimento solo a quelli di *fiducia* e del “giro”. Per quanto riguarda gli amministratori indipendenti non si faranno altre elaborazioni. Tuttavia, l'identificazione del requisito dell'indipendenza, caratterizzato dall'assenza di azionisti in comune e dal vincolo di accumuli di incarichi chiave, può avere come effetto quello di evitare a priori il formarsi di conflitti di interessi, rendendo l'agire della governance più trasparente.

In sintesi, la nomina di amministratori di *fiducia* e del “giro”, l'utilizzo dei patti parasociali e la presenza di conflitti di interessi impediscono, insieme alle minoranze di blocco formate da gruppi familiari, banche ed etc., alle minoranze e soprattutto agli investitori istituzionali, di esercitare un ruolo di sorveglianza attiva all'interno della società. Tutto ciò va a discapito della trasparenza delle società e, in ultimo, del mercato nel complesso. Inoltre, si è illustrato di come un amministratore, caratterizzato da una grande

professionalità, poteva essere considerato sia del “*giro*” e sia *indipendente* formando così una zona grigia. Quella zona grigia minaccia sia la trasparenza e sia un controllo efficace, in quanto coloro che sono preposti a svolgere tale compito possono essere espressione dello stesso interesse che potrebbe impedire un corretto funzionamento della società. Quindi, agire in questo ambito è indispensabile per la tutela e la fiducia di tutti stakeholders.

3.6 La composizione dei consigli di amministrazione

Per avere un quadro dell'influenza degli amministratori ripetuti nei consigli, si può rapportare il numero complessivo di ogni singolo consiglio con il numero di amministratori ripetuti sotto il punto di vista strettamente nell'ipotesi di non indipendenza. Precisamente, attraverso i risultati dei paragrafi precedenti, si può capire che intensità gli amministratori definiti di *fiducia* e quelli del “*giro*” hanno sui consigli di amministrazione delle singole società.

Il numero complessivo dei consiglieri per ogni società si può reperire dal totale margine colonna della matrice *amministratori x società*.¹⁹⁶. Per quanto riguarda, invece, gli amministratori di *fiducia* e quelli del “*giro*” si fa riferimento alla metodologia seguita nel paragrafo precedente.

In sostanza, i risultati di seguito esposti possono fungere da filtro su quelli riscontrati nell'analisi della rete delle società. Infatti, quest'ultima considerava i legami con tutti gli amministratori senza una distinzione d'importanza. Perciò, il collegamento tra gli amministratori e gli azionisti è utile per una differenziazione della qualificazione sui possibili motivi per la nomina dell'amministratore. L'ipotesi sui motivi ha permesso di conteggiare in concreto quali amministratori sono considerati vicini agli azionisti e quali società sono coinvolte. Tutto ciò è esposto nella tabella seguente.

¹⁹⁶ Per l'analisi sulla composizione dei consigli delle società blue chips si veda il paragrafo “Gli amministratori”.

Tabella 14: Composizione consigli di amministrazione

	SOCIETA'	Totale consiglio	Amministratori di fiducia e del "giro"	% sul Tot. Consiglio
1	A2a	8	3	37,50%
2	Acea	9	0	0,00%
3	Alleanza Assicurazioni	12	3	25,00%
4	Arnoldo Mondadori Editore	11	4	36,36%
5	Assicurazioni Generali	19	8	42,11%
6	Atlantia	14	5	35,71%
7	Autogrill	12	6	50,00%
8	Autostrada Torino Milano	13	5	38,46%
9	Azimut Holding	10	0	0,00%
10	Banca Carige	18	0	0,00%
11	Banca Italease	11	1	9,09%
12	Banca Monte Dei Paschi Di Siena	10	0	0,00%
13	Banca Popolare Dell'Emilia Romagna	19	0	0,00%
14	Banca Popolare Di Milano	20	0	0,00%
16	Banco Popolare	12	3	25,00%
17	Benetton Group	11	5	45,45%
18	Beni Stabili	7	1	14,29%
19	Bulgari	7	0	0,00%
20	Buzzi Unicem	13	0	0,00%
21	C.I.R.	13	3	23,08%
22	Credito Bergamasco	17	2	11,76%
23	Credito Emiliano	14	0	0,00%
24	Credito Valtellinese	15	0	0,00%
25	Davide Campari - Milano	9	0	0,00%
26	Edison	13	3	23,08%
27	Enel	9	0	0,00%
28	Eni	9	1	11,11%
29	Enia	11	0	0,00%
30	Erg	12	0	0,00%
31	Exor	17	5	29,41%
32	Fastweb	11	0	0,00%
33	Fiat	15	4	26,67%
34	Finmeccanica	12	0	0,00%
35	Fondiaria – Sai	19	8	42,11%
36	Gemina	11	3	27,27%
37	Geox	9	0	0,00%
38	Gruppo Editoriale L'Espresso	11	4	36,36%
39	Hera	17	0	0,00%
40	Impregilo	15	6	40,00%
41	Indesit Company	13	0	0,00%
42	Intesa Sanpaolo	11	3	27,27%
43	Iride	12	2	16,67%
44	Italcementi	19	6	31,58%
45	Italmobiliare	12	5	41,67%
46	Lottomatica	13	2	15,38%
47	Luxottica Group	15	4	26,67%
48	Maire Tecnimont	9	0	0,00%

49	Mediaset	15	7	46,67%
50	Mediobanca	23	14	60,87%
51	Mediolanum	14	4	28,57%
52	Milano Assicurazioni	19	8	42,11%
53	Parmalat	11	2	18,18%
54	Pirelli & C.	20	11	55,00%
55	Pirelli & C. Real Estate	15	2	13,33%
56	Prysmian	12	0	0,00%
57	Rcs Mediagroup	22	10	45,45%
58	Recordati	9	0	0,00%
59	Saipem	9	0	0,00%
60	Saras	9	1	11,11%
61	Seat Pagine Gialle	11	0	0,00%
62	Snam Rete Gas	9	0	0,00%
63	Società Cattolica Assicurazioni	18	1	5,56%
64	Società Iniziative Autostradali E Servizi – Sias	14	6	42,86%
65	Telecom Italia	15	7	46,67%
66	Tenaris	7	0	0,00%
67	Terna	9	0	0,00%
68	Tiscali	5	0	0,00%
69	Tod'S	12	1	8,33%
70	Unicredit	23	4	17,39%
71	Unione Di Banche Italiane	11	1	9,09%
72	Unipol	25	0	0,00%
	Media	13	3	
	Devianza	4	3	

La media e la devianza del “Totale consiglio” già sono state discusse nel paragrafo “Gli amministratori”. Adesso ci si sofferma a descrivere la colonna “Amministratori di fiducia e del “giro”” e quella “% sul Tot. Consiglio”. Una piccola premessa: per facilità di lettura, in questo paragrafo, si intenderà amministratori stretti quelli riferiti ai gruppi di *fiducia* e del “giro”.

Innanzitutto si nota che in media ci sono almeno tre amministratori stretti presenti nei consigli delle società blue chips e una variazione di questi di pari importo. La media ci mette in evidenza come il fenomeno sia incisivo. Nominare tre amministratori, in media, in ogni singola società è come costituire un piccolo gruppo di “*bracci destri*”. In aggiunta, la varianza ci indica che tra le società la distribuzione di questi amministratori è molto diversa. Infatti, ciò conferma il successivo dato: ben 29 società non hanno amministratori stretti.

Questo è un risultato nettamente diverso da quello trovato nella rete delle società. In quest'ultima, la componente isolata era costituita da 4 società. La differenza sta nel fatto che 25 società sono legate da amministratori indipendenti, confermando di come la rete del segmento blue chip è molto eterogenea. A questo punto, si può affermare che i legami degli amministratori sono una conseguenza della proprietà concentrata.

Inoltre, è vero che l'esposizione delle società a mercati regolamentati riduce la possibilità di avere amministratori stretti, infatti si passa da 68 a 42, ma non tale rendere il fenomeno marginale. Questo compito spetterebbe ad una cultura contraria all'assuefazione al conflitto di interessi e anche a leggi precisi e organiche¹⁹⁷.

L'altra faccia della medaglia è rappresentata da quelle società che hanno un numero elevato di amministratori stretti. Siccome il consiglio decide a maggioranza dei presenti, allora un primo parametro di quantificazione può essere rappresentato dalla metà del consiglio composto da tali amministratori. Le società che rispondono a questa caratteristica sono tre: Mediobanca, Pirelli & C. e Autogrill. Fra tutte si nota una somiglianza dei risultati con la rete delle società di Mediobanca e Pirelli & C. Adesso, si conferma che i risultati emersi dalla centralità di queste società nella rete riguardano essenzialmente la presenza di amministratori stretti. In altri termini, queste società sono "vie principali" o "piazze" dove si riuniscono amministratori stretti di altre società. In sostanza, ogni azionista nomina un proprio amministratore stretto nelle società suddette, però il loro rapporto già esiste in un'altra società, per esempio in una società dove l'azionista è socio di maggioranza. Di conseguenza, questo comporta un aumento del numero degli amministratori nel consiglio, dando

¹⁹⁷ Il compito della legge diventa ancor più complesso e decisivo se si entra in ambito internazionale.

nuovamente conferma che, se ci sono molti interessi in gioco, ciò conduce come risultato l'ampliamento del numero di consiglieri e non il contrario.

Tuttavia, sorprende il dato riferito ad Autogrill. Anche in questo caso la metà dei consiglieri è rappresentata da amministratori stretti, però questa incisività non è emersa nell'analisi della rete. La possibile spiegazione sta nel fatto che Autogrill ha meno collegamenti con altre società rispetto a Mediobanca e Pirelli & C, ma quei pochi legami sono espressione precisa di uno o più azionisti. Infatti, senza entrare troppo nel dettaglio, abbiamo l'azionista Edizione Srl tra quelli che nominano gli amministratori di fiducia. La strategia può essere la seguente: l'azionista nomina in diverse società almeno un amministratore stretto e nella società Autogrill riesce a nominare la maggior parte di quegli amministratori. Ovviamente il ragionamento può essere anche al contrario: Edizione Srl nomina i propri amministratori in Autogrill, questi sono considerati di fiducia e, per quanto sia possibile, vengono nominati dovunque Edizione Srl sia azionista.

A questo punto, si sono esposti i limiti inferiore (assenza di amministratori stretti) e superiore (presenza di almeno la metà degli amministratori stretti) riguardante la composizione del consiglio.

Un altro parametro utile al fine della descrizione può essere rappresentato da *un terzo* dei consiglieri, ritenendo che se la composizione degli amministratori stretti superi *un terzo* può rappresentare una demarcazione sul reale pericolo del rischio di conflitto di interessi. In altri termini, se il consiglio è composto da meno del 33,3% di amministratori stretti, probabilmente il potenziale conflitto di interessi viene mitigato all'interno del consiglio stesso.

Il numero complessivo delle società rientranti al di sopra di questo limite sono 18, mentre quelli al di sotto sono pari a 53. Però, da quest'ultimi bisogna

sottrarre le società che non hanno nessun amministratore stretto: di conseguenza 24 consigli riescono a circoscrivere il possibile conflitto di interessi dei singoli amministratori all'interno del consiglio stesso.

Con questi parametri di riferimento, si può quantificare il livello del rischio di conflitti di interessi costruendo una scala di valutazione in relazione all'importanza e all'influenza del numero di amministratori stretti nei consigli di amministrazione. Per chiarezza, si riporta tutto in una tabella.

Tabella 15: Livello del rischio di conflitto di interessi

Rischio Conflitto di Interessi		
Livello	% Amministratori stretti	N° Società
0	0	29
1	$< 1/3$	24
2	tra $> 1/3$ e $< 1/2$	15
3	$> 1/2$	3
	Totale	71

Si può concludere che la maggior parte delle società (24) del segmento blue chip non sono rappresentate da conflitti di interessi che possono sfociare in continui conseguenze a discapito della generalità degli azionisti, forse dovuto alla continua attenzione su questo tema da parte dell'autorità preposte. Tuttavia, ciò ancora non è sufficiente. Infatti, un numero cospicuo di società, pari a 18, ha nei proprio consigli un latente conflitto di interessi che può minare i diritti degli azionisti nonché di tutti gli stakeholders arrivando, in ultima *ratio*, ad una perdita di consenso sociale necessario per una crescita di valore di medio - lungo termine. In questo caso, si intende riferirsi non solo al contesto domestico ma soprattutto a quello mondiale. Infatti, una situazione appena descritta, potrebbe comportare una perdita di interesse e fiducia da

parte di investitori internazionali fondamentale per la crescita delle nostre imprese.

Le norme sono necessarie per avere una maggiore trasparenza e per ridurre il più possibile il conflitto di interessi, ma senza una cultura rivolta in questa direzione è come un cane che morde la propria coda. Ci si muove sperando di arrivare all'obiettivo, ma quest'ultimo non si può raggiungere perché si ha diversa interpretazione dei concetti di base; nonostante le norme dettate in materia e quelle facoltative del Codice di Autodisciplina si continua a verificare il fenomeno.

Aldilà di questo e dei conflitti latenti, comunque il numero eccessivo di incarichi non si può ritenere compatibile con un diligente svolgimento delle funzioni di amministratori. Se, tuttavia, non è accettata la relazione inversa tra incarichi e diligenza, allora non si ha motivo, apparente, di un numero eccessivo di persone all'interno del consiglio. In quest'ottica si potrebbe mettere in discussione tutta la struttura attuale di corporate e governance per renderla più snella senza una sovrapposizione di compiti, ma soprattutto di interessi, per evitare di incoraggiare a coltivare “vizi privati e pubbliche virtù”¹⁹⁸.

¹⁹⁸ Guido Rossi, *Il conflitto epidemico*, Adelphi, pag. 87.

CONCLUSIONE

Il filo logico di tutta la tesi è stato quello di mettere in evidenza le caratteristiche e le normative del consiglio di amministrazione e del controllo societario, evidenziare gli amministratori che hanno più incarichi, descrivere la rete dei legami delle società blue chips, analizzare le compagini azionarie per verificare l'ipotesi di collegamento tra nomina degli amministratori e azionisti, la tipologia di partecipazioni che contribuisce alla nomina degli amministratori in comune e, infine, evidenziare lo stato attuale del segmento blue chip in presenza di amministratori legati agli stessi azionisti.

Per evidenziare i legami e le relazioni tra le società si è utilizzata la *Social Network Analysis*. A questo riguardo, le difficoltà sono state diverse. Innanzitutto conoscere la teoria su cui si basa, poi utilizzare i programmi dedicati e infine, applicarlo nel caso oggetto di studio. Superare tali difficoltà ha permesso di evidenziare con estrema semplicità, avvalendosi di un supporto tecnico, le caratteristiche delle società del segmento blue chip sia dal punto di vista dei consigli di amministrazione e sia degli azionisti.

E' emerso con vigore come il conflitto di interessi e la trasparenza delle società sono temi di grande importanza, trattati con proprie peculiarità a seconda se si faccia riferimento al Codice Civile, al Testo Unico sulla Finanza (T.U.F.) o al Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana. Tuttavia, si sono riscontrate delle incoerenze tra i dati forniti dalla Borsa Italiana e quelli della Consob. Queste possono essere di poco conto ma nel contempo possono essere espressione di come la normativa attuale in tema di trasparenza può perdere il suo carattere di principio. Inoltre come è emerso dall'analisi, anche il concetto di indipendenza può essere diversamente inteso provocando la difficoltà all'esterno di valutare opportunamente la sua incisività nelle società.

Comunque molto è stato fatto e, infatti, è possibile individuare in ogni società i criteri scelti. Ciò però ha comportato la conseguenza di avere una moltitudine di eccezioni portando, nel complesso, a una opacità della comunicazione verso l'esterno. C'è da aggiungere che questa difficoltà è anche collegata alla continua evoluzione delle società e, come si avrà modo di spiegare successivamente, la norma non è in grado da sola di rincorrere tutte le diverse fattispecie che lo sviluppo e la globalizzazione portano ogni giorno all'interno delle società.

Le società quotate nel segmento blue chip rappresentano il 90,70% della capitalizzazione totale della Borsa Italiana (capitalizzazione pari a 364.6 miliardi di euro). Il primo elemento che è emerso riguarda i modelli di corporate e governance adottati. Dopo sei anni dall'entrata in vigore della riforma del 2003, si può affermare che essa non ha avuto grande successo, giacché solo una piccola percentuale di società ha adottato sistemi alternativi a quello tradizionale.

Per quanto riguarda gli amministratori, quasi un su cinque di essi ha incarichi in più di una società. Inoltre, la maggior parte di questi siede in due consigli e ben il 25% ha incarichi in ben più di due società. Un numero considerevole di essi riveste ruoli chiave come Presidente, Vice Presidente o Amministratore Delegato, evidenziando un'incisività del conflitto di interessi. Ciò comporta che uno stesso amministratore può avere informazioni, o addirittura determinarle, in più di due una società. Quindi, non solo aumenta il conflitto di interessi latente all'interno della società, ma anche la trasparenza ne può essere danneggiata.

Prendono in considerazione la composizione numerica dei consigli e fissando un parametro ideale di efficienza pari a 8-15 amministratori, si evidenzia come

c'è un forte disequilibrio tra il totale delle società che sono composte da un numero di consiglieri al di sotto del parametro e quelli che sono al di sopra. In particolare, la maggior parte delle società si trova al di sopra. Questo "disequilibrio" implica che le società siano più propense a formare consigli di amministrazione numerosi per i più svariati motivi: la quantità di lavoro che devono affrontare, la necessità di avere diverse competenze all'interno dell'organo, per dare voce agli azionisti o per rispondere, semplicemente, ai diversi interessi all'interno della società. Tuttavia, l'analisi sulle partecipazioni azionarie mostra come il motivo principale della composizione dei consigli è dovuto alla presenza di diversi interessi all'interno delle società. In sostanza, i molteplici interessi in gioco provocano l'effetto di avere consigli di amministrazioni numerosi, e non viceversa.

E' emerso come i legami tra le società aumentano se si prendono in considerazione anche i sindaci comportando un incremento del 52.8% rispetto ai soli legami con gli amministratori. Di conseguenza, il conflitto di interessi nella governance delle società blue chips è dovuta alla nomina di alcuni amministratori ed è accentuata dalla nomina di una parte dei sindaci che svolgono anche il ruolo di amministratori o che svolgono lo stesso ruolo di sindaci in più di una società.

In generale, nel segmento blue chip esiste un gruppo di società estremamente collegate tra di loro attraverso la nomina reciproca di amministratori. Tale situazione, al di là delle teorie sugli effetti che ha nella performance, di certo mostra un possibile potenziamento del conflitto di interessi sia negli amministratori sia nelle società. Lo scambio di informazioni è troppo denso e ristretto da non evidenziare, se così si può chiamare, un'anomalia nella corporate e governance. Questa caratteristica, tra l'altro, potrebbe essere

espressione di una cultura più dedicata a nominare un amministratore conosciuto che un amministratore non conosciuto ma comunque dotato di grande professionalità e, facendo un estremo ragionamento, una cultura volta più alle relazioni che al merito.

Inoltre, l'analisi della compagine azionaria ha messo in evidenza che le società sono caratterizzate da un'alta concentrazione di capitale sociale in mani di pochi azionisti grazie a piramidi azionarie, partecipazioni incrociate e scambi di poltrone. E' chiaro che se la proprietà è concentrata, giacché tale controllo viene esercitato attraverso partecipazioni dirette, indirette e incrociate e con accordi tra azionisti (esempio patti parasociali), né il diritto societario e né la disciplina dei mercati finanziari sono in grado di modificare gli assetti proprietari, comportando una possibile inefficacia sia delle norme sulla trasparenza e sia di quelle sui conflitti di interesse. Inoltre, la *contendibilità del capitale* è assai ridotta.

In altre parole, il segmento blue chip è la “parte” del mercato Italiano caratterizzato da più flottante con l'effetto, almeno teorico, di agevolare la contendibilità delle società da parte di altri azionisti con il risultato che i meccanismi di funzionamento del mercato riescano, in caso di giudizio negativo sull'operato dei managers, a sostituire i vertici decisionali attraverso le scalate ostili. Questa situazione, apparentemente applicabile anche nel caso oggetto di analisi, in realtà non si può verificare perché coloro che hanno partecipazioni rilevanti tendono a nominare le stesse persone nei consigli di amministrazione. Infatti, per esempio, gli azionisti coinvolti nella nomina degli amministratori di *fiducia* hanno un interesse in quelle società tale da far ipotizzare che la nomina dell'amministratore non è solo fatta per un ruolo di gestore, ma soprattutto per un quadro generale di riferimento collocabile nella

proprietà concentrata di quegli azionisti nelle diverse società. Questo conduce a una prospettiva di creazione di valore per le società di medio - lungo termine, sicuramente auspicabile e apprezzabile, ma si traduce, di fatto, in eccessiva rigidità soprattutto dovuta, non da norme rivolte alla tutela della generalità degli azionisti, ma alla conseguenza che essa è gestita dalle stesse persone e, volendo o non volendo, espressione di quei soli interessi.

Tuttavia, l'identificazione del requisito dell'indipendenza caratterizzato dall'assenza di azionisti in comune e dal vincolo di accumuli di incarichi chiave, può avere come effetto quello di evitare a priori il formarsi di conflitti di interessi, rendendo l'agire della governance più trasparente.

In sintesi, la nomina di amministratori di *fiducia* e del “*giro*”, l'utilizzo dei patti parasociali e la presenza di conflitti di interessi impediscono, insieme alle minoranze di blocco formate da gruppi familiari, banche ed etc., alle minoranze e soprattutto agli investitori istituzionali, di esercitare un ruolo di sorveglianza attiva all'interno della società. Tutto ciò va a discapito della trasparenza delle società e, in ultimo, del mercato nel complesso.

Inoltre, si è illustrato come un amministratore, caratterizzato da una grande professionalità, poteva essere considerato sia del “*giro*” e sia *indipendente* formando così una zona grigia. Quella zona minaccia sia la trasparenza e sia un controllo efficace, in quanto coloro che sono preposti a svolgere tale compito possono essere espressione dello stesso interesse che potrebbe impedire un corretto funzionamento della società. Tuttavia, la cosa più allarmante è che queste diverse interpretazioni del conflitto di interessi e della trasparenza nella pratica non permettono di rifarsi a principi precisi e condivisi. Questo comporta che è molto difficile creare una cultura idonea da sola ad eliminare e ridurre questa anomalia della buona corporate e governance senza invocare

qualche norma o prassi comunemente condivisa per giustificare quei comportamenti. Purtroppo ciò influenza anche il mercato o meglio crea un'assuefazione di queste condotte comportando una riduzione della capacità del mercato di essere arbitro e di punire coloro che mettono in pratica tali condotte.

La situazione poi si complica ulteriormente se si hanno collusioni tra aziende giuridicamente diverse e/o appartenenti ad ordinamenti giuridici diversi

Si può concludere che la maggior parte delle società del segmento blue chip non sono rappresentate da conflitti di interessi che possono sfociare in continue conseguenze a discapito della generalità degli azionisti, forse dovuto alla continua attenzione su questo tema da parte dell'autorità preposte. Tuttavia, ciò ancora non è sufficiente. Infatti, un numero cospicuo di società ha nei propri consigli un latente conflitto di interessi che può minare i diritti degli azionisti nonché di tutti gli stakeholders arrivando, in ultima *ratio*, ad una perdita di consenso sociale necessario per una crescita di valore di medio- lungo termine. In questo caso, si intende riferirsi non solo al contesto domestico ma soprattutto a quello mondiale. Infatti, una situazione appena descritta, potrebbe comportare una perdita di interesse e fiducia da parte di investitori internazionali fondamentale per la crescita delle nostre imprese.

Aldilà di questo e dei conflitti di interesse, comunque il numero eccessivo di incarichi non si può ritenere compatibile con un diligente svolgimento delle funzioni degli amministratori. Se, tuttavia, non è accettata la relazione inversa tra incarichi e diligenza, allora non si ha motivo apparente di un numero eccessivo di persone all'interno del consiglio. In quest'ottica si potrebbe mettere in discussione tutta la struttura attuale di corporate e governance per renderla

più snella senza una sovrapposizione di compiti, ma soprattutto di interessi per evitare di incoraggiare a coltivare “vizi privati e pubbliche virtù”.

E’ evidente come in Italia il tema del conflitto di interessi o della vera trasparenza non sia efficiente o particolarmente sentito, tanto che i risultati emersi sono una conseguenza di come il conflitto di interessi è vissuto come una condizione normale, non incidendo sul buon senso o, in estremi termini, sull’indignazione. Di conseguenza anche la norma riflette il senso comune non rendendo, volutamente o no, più stringenti i requisiti di indipendenza. Inoltre, dove esiste un intreccio di interessi, se si mette un vincolo troppo stretto, quest’ultimo intaccherà contemporaneamente più interessi, comportando di conseguenza una reazione netta e determinata dei portatori di questi stessi interessi.

La situazione è così penetrata nella cultura che sono poche le volte che realmente si cerca di adoperarsi per un reale cambiamento di direzione.

Tutto ciò può, in determinate circostanze, avere dei risvolti positivi. Le caratteristiche illustrate producono una certa rigidità di governo societario che minano la cosiddetta competitività delle imprese. Parallelamente, però, ha permesso al nostro sistema di attenuare gli effetti della crisi mondiale ossia gli intrecci di interessi nostrani hanno impedito di introdurre nelle nostre imprese concetti e strumenti stranieri. Bisognerebbe ricordare che le radici di un tale “successo” sono da ricondursi a quanto sopra detto. Per esempio, è come se si ritiene che l’inquinamento prodotto dalle macchine in Africa è minore rispetto all’Europa dimenticando che la causa non è dovuta da una maggiore attenzione al tema, ma all’arretratezza di sviluppo di quel paese. Purtroppo tutto scorre dimenticando ciò che è stato ieri.

Rintonando al caso in analisi, in definitiva, il potenziale conflitto di interessi tra i due attori più decisivi all'interno della società, il consiglio di amministrazione e gli azionisti, può trasformarsi in conseguenze negative e talmente radicate nel sistema che per poterle eliminare comporterebbe un totale ripensamento da prima delle norme e successivamente delle strutture societarie.

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1: Società analizzate	130
Tabella 2: Percentuale amministratori	140
Tabella 3: Elenco amministratori con più di due incarichi	140
Tabella 4: Legami società con i sindaci	145
Tabella 5: Indice di centralità degree (matrice semplice)	157
Tabella 6 : Indice di centralità degree (matrice pesata)	159
Tabella 7: Differenziale Degree	161
Tabella 8: Clique $n=1$	168
Tabella 9: $n=2$ Clan	171
Tabella 10: Codifica per elaborazione dati sull'azionariato	178
Tabella 11: Amministratori di fiducia	214
Tabella 12: Amministratori del “giro”	218
Tabella 13: Amministratori indipendenti	224
Tabella 14: Composizione Consigli di Amministrazione	230
Tabella 15: Livello del rischio di conflitto di interessi	234

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1: Rete delle società blue chips	153
Figura 2: Componenti della rete	167
Figura 3: 1° Clique n=1	169
Figura 4: 34° n=2 Clan	174
Figura 5: Mercato società blue chips	203
Figura 6a: Berlusconi Marina Elvira – Punto I	207
Figura 6b: Berlusconi Marina Elvira – Punto II	208
Figura 7a: Benetton Gilberto – Punto I	209
Figura 7b: Benetton Gilberto – Punto II	210
Figura 8a: Vinci Francesco Saverio – Punto I	211
Figura 8b: Vinci Francesco Saverio – Punto II	211
Figura 8c: Vinci Francesco Saverio – Punto II-bis	212
Figura 9a: Reboa Marca – Punto I	213
Figura 9b: Reboa Marca – Punto II	213

BIBLIOGRAFIA

CAMPOBASSO GIAN FRANCO, *Manuale di diritto commerciale*, Utet, Torino.

CHIESI ANTONIO M., *L'Analisi dei reticoli*, Franco Angeli, 2007.

CORDAZ DIANA, *Le misure dell'analisi di rete e le procedure per la loro elaborazione mediante UCINET V*, in Salvini, A., *L'analisi delle reti sociali. Risorse e meccanismi*, Appendice, Ed Plus, Pisa University Press, Pisa, 2005.

DE LUCA FRANCESCO, *Modelli internazionali di governo dell'impresa e performance aziendale: alcuni profili evolutivi*, Libreria dell'Università Editrice, Pescara, 2006.

DI CARLO EMILIO, *Governance, finanza e conflitto di interessi nei gruppi aziendali*, Aracne editrice, Roma, 2006.

GHEZZI FEDERICO, *Collana Management – Volume18 – Diritto Societario*, Università Bocconi Editore; Milano, 2006.

HERMES, *Principi Internazionali di Corporate e Governance*, dal sito www.hermes.co.uk.

MARCELLO RAFFAELE, IVONE MASSIMO, LOIA MARIA ANNA, *I gruppi e il consolidamento dei bilanci*, Sistemi Editoriali, Napoli, 2007.

MARCOLIN MARIO, *Netdraw*. Istruzioni per l'uso, Università degli studi di Trieste, 2007.

PAOLONE GIUSEPPE, *I modelli di governance nella riforma del diritto societario*, Libreria dell'Università Editrice, Pescara, 2007.

ROSSI GUIDO, *Il conflitto epidemico*, Adelphi Edizioni, Milano, 2003.

SALVIONI M. DANIELA, *Corporate Governance e responsabilità d'impresa*, Istituto di Economia d'Impresa, Università degli Studi di Milano – Bicocca.

www.analytictech.com

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

ZATTONI ALESSANDRO, *Collana Management - Volume 10 Corporate e Governance*, Università Bocconi Editore; Milano, 2006.