

# **UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PARMA**

Dottorato di Ricerca in  
**“Determinazione e comunicazione del valore nelle aziende”**

XX ciclo

TESI DI DOTTORATO

## **LA TRASPARENZA SULLA CORPORATE GOVERNANCE NELLE IMPRESE LOCALI DI PUBBLICA UTILITÀ**

*Evoluzioni e tendenze in seguito ai processi di privatizzazione e di quotazione*

COORDINATORE  
Chiar.mo Prof.  
STEFANO AZZALI

TUTOR  
Chiar.ma Prof.ssa  
DANIELA SALVIONI

DOTTORANDO  
DAVIDE FELAPPI



A

*Laura,*

*Giulia,*

*Mamma e Papà:*

*soliti punti di riferimento.*



## INDICE

<b>Introduzione</b> .....	<b>- I -</b>
---------------------------	--------------

### **CAPITOLO 1 - I SERVIZI LOCALI DI PUBBLICA UTILITA'**

1.1. Le caratteristiche generali dei servizi locali di pubblica utilità.....	- 1 -
1.2. L'evoluzione delle modalità di gestione dei servizi locali di pubblica utilità in Italia .....	- 12 -
1.3. La liberalizzazione e la regolamentazione del settore dei servizi locali di pubblica utilità .....	- 23 -
1.4. Il processo di privatizzazione delle aziende locali di pubblica utilità.....	- 36 -

### **CAPITOLO 2 – CORPORATE GOVERNANCE E PRIVATIZZAZIONE**

2.1 Privatizzazione e finalità istituzionale delle imprese locali di pubblica utilità .....	- 47 -
2.2 Privatizzazione e dimensioni di successo aziendali.....	- 56 -
2.3 Privatizzazione e corporate governance .....	- 61 -
2.4. Privatizzazione e prerogative di indirizzo degli enti locali.....	- 67 -

### **CAPITOLO 3 – L'EVOLUZIONE DELLA CORPORATE GOVERNANCE NELLE IMPRESE LOCALI DI PUBBLICA UTILITÀ**

3.1 L'evoluzione degli assetti proprietari delle imprese locali di pubblica utilità.....	- 71 -
3.2 Le peculiarità dei sistemi di corporate governance secondo il diritto societario .....	- 77 -
3.3 I processi di corporate governance e il dialogo con gli stakeholder .....	- 84 -
3.4 La trasparenza nella corporate governance.....	- 92 -

## **CAPITOLO 4 - LA COMUNICAZIONE SULLA CORPORATE GOVERNANCE**

4.1. La comunicazione sulla corporate governance nel contesto internazionale .....	- 99 -
4.2 La comunicazione sulla corporate governance in Italia .....	- 107 -
4.3 La relazione sulla corporate governance .....	- 114 -
4.4 I contenuti della relazione sulla corporate governance .....	- 117 -
4.5 Il canale di diffusione della relazione sulla corporate governance .....	- 132 -

## **CAPITOLO 5 – LA QUALITA’ DELLA COMUNICAZIONE SULLA CORPORATE GOVERNANCE: ANALISI EMPIRICA**

5.1 Gli obiettivi e la metodologia della ricerca .....	- 135 -
5.1.1 Le aziende analizzate .....	- 138 -
5.1.2. Le variabili rilevate .....	- 141 -
5.2. La comunicazione di corporate governance nei siti web aziendali .....	- 143 -
5.2.1. L’accessibilità e l’aggiornamento delle informazioni .....	- 144 -
5.2.2. I messaggi veicolati.....	- 151 -
5.3. La relazione sulla corporate governance .....	- 157 -
5.3.1. La struttura complessiva delle relazioni analizzate .....	- 157 -
5.3.2. I contenuti delle relazioni analizzate .....	- 161 -
5.4. Considerazioni conclusive.....	- 192 -
<b>Bibliografia .....</b>	<b>- 198 -</b>

## INTRODUZIONE

Fino all'inizio degli anni Novanta, l'impresa pubblica rivestiva in Italia una posizione di preminenza rispetto agli altri paesi industriali. La proprietà della maggior parte delle imprese eroganti servizi nazionali e locali di pubblica utilità era detenuta da holding pubbliche, da specifici ministeri e da enti regionali e locali pubblici.

A partire dalla fine del 1991, l'emanazione di una serie di provvedimenti normativi ha indotto un ingente processo di privatizzazione delle imprese pubbliche che, nel corso di soli otto anni, ha interessato la maggior parte del patrimonio industriale e finanziario statale.

Inoltre, il processo di privatizzazione è stato accompagnato da una serie di riforme strutturali, tese alla liberalizzazione dei settori che in passato erano contraddistinti da monopolio pubblico.

In effetti, si è attivato un processo di adeguamento e trasformazione degli assetti normativi attinenti i servizi di pubblica utilità, la concorrenza ed i mercati, l'esercizio della governance e la tutela degli stakeholder. Ad esempio, sono state istituite l'Autorità di controllo dei mercati (Antitrust) e Autorità competenti per diversi settori (telecomunicazioni, energia, ecc.), aventi il compito di salvaguardare le condizioni di concorrenza, evitando la formazione di monopoli privati e tutelando i consumatori in relazione alla particolare natura delle prestazioni erogate.

I processi di privatizzazione e di liberalizzazione hanno coinvolto profondamente anche le imprese locali di pubblica utilità, con percorsi che, in alcuni casi, hanno comportato l'ammissione alla quotazione alla Borsa Valori.

Peraltro, le attuali privatizzazioni delle public utilities locali si realizzano in un periodo di affermazione di un nuovo concetto di corporate governance, coinvolgente tutte le imprese ed incentrato sull'equo contemperamento di tutti gli interessi degli

stakeholder rilevanti (economici, sociali, ambientali) e sul recupero dei requisiti di indipendenza, di efficacia, di correttezza e di trasparenza.

Nel contesto delineato, le imprese locali di servizi pubblici riportano modificazioni sostanziali, in primo luogo riconducibili a: il rapporto con i propri enti locali di riferimento ed il connesso aumento dell'autonomia imprenditoriale; l'ampliamento degli interlocutori aziendali rilevanti; l'affermazione di logiche di sviluppo sostenibile di lungo periodo. In altri termini, nelle imprese in oggetto la corporate governance è andata assumendo un ruolo sempre più critico: sia a livello di definizione della struttura, della composizione e dei processi di nomina degli organi di governo; sia in termini di attività realizzata e di diffusione delle comunicazioni sui risultati raggiunti e sulle strutture e le procedure attivate per conseguire tali risultati.

La modificazione dei modelli di corporate governance richiesta alle aziende di public utilities privatizzate è dunque importante e complessa. Si rende infatti necessario un chiaro cambiamento culturale, fondato sull'opportuna valorizzazione della rete delle relazioni intra ed inter aziendali, secondo un approccio di scambio informativo e di assunzione di comportamenti trasparenti e responsabili nei confronti di tutti gli attori sociali.

Il cambiamento richiesto dalla privatizzazione è particolarmente evidente per le aziende che si sono quotate, per le quali si amplificano gli interessi convergenti e si aggiungono norme e regole comportamentali dettate dalla raccolta di capitale di rischio nel mercato borsistico. Ai tradizionali stakeholder si affiancano, infatti, altri interlocutori primari, tra cui si annoverano i piccoli risparmiatori, gli investitori istituzionali e le banche, ed interlocutori secondari quali gli analisti finanziari e lo Stato (divenuto regolatore). Inoltre, alle norme di regolamentazione pubblica generale e di servizio, si affiancano le raccomandazioni predisposte dal mercato borsistico e dirette a fornire migliori forme di controllo e di garanzia per gli investitori.

Partendo dalle precedenti considerazioni, il presente lavoro ha considerato nel primo capitolo le caratteristiche principali delle imprese locali di pubblica utilità, la

relativa evoluzione storica e normativa, nonché i processi di privatizzazione e di liberalizzazione del settore economico dei servizi di pubblica utilità.

Nel secondo capitolo sono state delineate le specificità emergenti delle imprese in oggetto, con particolare attenzione alle finalità istituzionali, ai fattori critici di successo e alle attese in esse convergenti.

Nel terzo capitolo il lavoro si è concentrato sulle tematiche della corporate governance delle imprese locali di pubblica utilità, al fine di individuarne le condizioni di efficacia e di trasparenza.

Il quarto capitolo della ricerca approfondisce la possibilità di apprezzamento delle strutture e dei processi di corporate governance mediante il ricorso alla comunicazione a tal fine predisposta. In particolare, i caratteri della comunicazione sulla corporate governance sono stati verificati attraverso lo studio delle principali esperienze raccomandative e di best practice disponibili a livello internazionale e nazionale, al fine di cogliere quali possano essere gli aspetti cui le imprese in oggetto dovrebbero porre particolare enfasi.

Infine, nel quinto capitolo vengono riportate le risultanze di un'analisi empirica avente per oggetto la comunicazione sulla corporate governance delle imprese locali di pubblica utilità attualmente quotate presso il mercato finanziario italiano e finalizzata a verificare il grado di apprezzabilità delle diverse componenti strutturali e procedurali rilevanti dei sistemi di corporate governance adottati.

A conclusione di questo lavoro desidero esprimere i più sentiti ringraziamenti alla Prof.ssa Daniela Salvioni, per i continui suggerimenti e i costanti stimoli che mi ha saputo fornire e per la disponibilità umana che ha sempre dimostrato.

Ringrazio inoltre Laura che con affetto ed equilibrio mi ha supportato e sopportato soprattutto nei momenti di maggior fatica. Infine ringrazio chi, suo malgrado, ha dovuto convivere quotidianamente con i miei pensieri e i miei (mal)umori, primi fra tutti: Chiara e Alberto.

Brescia, Gennaio 2008

DAVIDE FELAPPI



## **CAPITOLO 1**

### **I SERVIZI LOCALI DI PUBBLICA UTILITA'**

SOMMARIO: 1.1. Le caratteristiche generali dei servizi locali di pubblica utilità – 1.2. L'evoluzione delle modalità di gestione dei servizi locali di pubblica utilità in Italia – 1.3. La liberalizzazione e la regolamentazione del settore dei servizi locali di pubblica utilità – 1.4. Il processo di privatizzazione delle imprese locali di pubblica utilità

#### **1.1 Le caratteristiche generali dei servizi locali di pubblica utilità**

Il concetto di servizio pubblico a lungo prevalente in Europa è stato quello mutuato dalla produzione scientifica e dal dibattito socio-politico francese, che ne ha proposto una nozione unitaria, fondata contemporaneamente su tre aspetti: la natura del soggetto agente, la funzione da assicurare con il servizio, il regime giuridico da applicare. Più precisamente, in base all'impostazione francese i servizi sono pubblici se svolti ed erogati da un soggetto pubblico per soddisfare un bisogno di interesse generale, in presenza di un regime giuridico speciale<sup>1</sup>.

Negli ultimi decenni si è assistito al superamento dell'impostazione d'oltralpe, in quanto considerata troppo circoscritta per descrivere compiutamente la varietà e la complessità assunta progressivamente dai servizi pubblici. In primo luogo, è stata abbandonata la visione soggettiva, in base alla quale un servizio è pubblico esclusivamente se prodotto ed erogato da un soggetto pubblico (Stato o Ente locale). Tale superamento è riconducibile al venir meno nei paesi industrializzati di una perfetta sovrapposibilità tra il settore delle imprese eroganti i servizi pubblici ed il

---

<sup>1</sup> Cfr. N. Rangone (1999), I servizi pubblici, Bologna, Il Mulino.

settore delle imprese di pubblica proprietà<sup>2</sup>. In effetti, natura pubblica della proprietà e natura pubblica del servizio sono nozioni differenti: le imprese pubbliche possono talvolta svolgere attività che non configurano un pubblico servizio, mentre aziende private possono erogare servizi pubblici.

Lo scenario descritto ha favorito l'affermarsi della nozione oggettiva di servizio pubblico, in contrapposizione all'impostazione francese, che annovera tra i servizi pubblici non tanto quelli erogati da soggetti economici pubblici quanto quelli la cui fruizione può permettere il soddisfacimento di bisogni generali espressi dalla collettività. In base alla citata impostazione pertanto il servizio è pubblico in quanto "di pubblica utilità", indipendentemente dal soggetto che lo produce e lo eroga, sia che venga svolto da imprenditori pubblici, sia che venga esercitato da parte di un soggetto privato, eventualmente in regime di concessione.

L'impostazione oggettiva, adottata anche ai fini del presente lavoro, individua un servizio di pubblica utilità in relazione al fatto che sia il "risultato dell'attività organizzata posta in essere per soddisfare un bisogno pubblico"<sup>3</sup>, ovvero che soddisfi un "bisogno generale e fondamentale dei membri della collettività"<sup>4</sup>. La definizione si fonda pertanto su valutazioni di convenienza economica, sociale o politica, indipendentemente dalle caratteristiche istituzionali del soggetto che lo produce e lo eroga.

---

<sup>2</sup> Si noti che in passato lo strumento dell'impresa pubblica ha rappresentato, e in taluni casi rappresenta tutt'oggi, la modalità privilegiata attraverso la quale è stato gestito l'esercizio dei pubblici servizi. Tale scelta, peraltro, è stata spesso privilegiata in quei contesti in cui i mercati erano protetti da regimi monopolistici e lo Stato perseguiva prioritariamente un obiettivo di efficacia, in termini di massima fornitura e diffusione territoriale, dei servizi.

<sup>3</sup> E. Borgonovi (1984), *Introduzione all'economia delle amministrazioni pubbliche*, Milano, Giuffrè.

<sup>4</sup> Dal Parere del Comitato economico e sociale riguardante i servizi di interesse generale (1999/C368/17) della Commissione Europea.

Il richiamo ai temi della generalità e dell'essenzialità di specifici bisogni espressi della collettività, nonché al fatto che gli stessi siano sottoposti a valutazioni sociali e politiche, implica che la nozione di servizio di pubblica utilità non possa essere individuabile in via assoluta, ma debba essere circoscritta in ambito spazio-temporale e debba intendersi una categoria aperta, destinata a comprendere beni economici considerati essenziali secondo gli orientamenti politici e sociali delle istituzioni governative nazionali e sovra-nazionali e pertanto suscettibili nel tempo a variazioni tipologiche e numeriche.

La sfera della pubblica utilità può dunque ampliarsi o restringersi, sulla base delle valutazioni politiche che le condizioni sociali ed economiche suggeriscono circa l'offerta di determinati servizi e le modalità di accesso da parte dei fruitori. In sostanza, ciascun contesto storico e politico-economico si caratterizza per una propria peculiare "fascia di bisogni normali"<sup>5</sup>, ossia un'area di bisogni essenziali o basilari, che i servizi di pubblica utilità hanno la funzione di soddisfare.

Alla luce di quanto affermato, il soggetto pubblico è investito, nell'ambito della pubblica utilità dei servizi, di due fondamentali responsabilità:

- da un lato esso deve individuare, in base a meccanismi socio-politici, quali siano i bisogni essenziali e manifestati dalla collettività di riferimento e, dunque, meritori di essere soddisfatti attraverso la fruizione di servizi di pubblica utilità;
- dall'altro lato, proprio alla luce del carattere meritorio dei bisogni collettivi essenziali, il soggetto pubblico deve assicurare la libertà di accesso ai servizi di pubblica utilità da parte di tutti i potenziali utenti, a condizioni non discriminatorie, mediante forme di intervento e controllo dirette a conseguire una serie di obiettivi specifici, funzionali alla pari libertà di accesso al servizio, quali, ad esempio, la tutela delle fasce di utenza più deboli, la

---

<sup>5</sup> R. D'Anna (1990), I problemi della direzione strategica delle imprese di pubblici servizi, Torino, Giappichelli.

diffusione territoriale del servizio, la sicurezza e la continuità nella fornitura dello stesso, il rispetto di determinate condizioni di prezzo e di un certo standard qualitativo delle prestazioni.

La legittimità di intervento da parte dell'ente pubblico è pertanto diretta derivazione del principio di universalità che dovrebbe caratterizzare qualsiasi servizio di pubblica utilità, in base al quale deve essere assicurata a tutti i cittadini la possibilità – quantomeno teorica – di soddisfacimento dei relativi bisogni ritenuti meritevoli. Tali considerazioni sono all'origine di una serie di implicazioni legate ai cosiddetti “obblighi di servizio di pubblica utilità”, riguardanti gli obblighi di fornitura sotto il profilo geografico e gli obblighi a contrarre con chiunque ne faccia richiesta.

In termini specifici, per alcuni servizi di pubblica utilità emerge l'esigenza socio-politica di assicurare che le fasce economiche deboli e disagiate della popolazione possano accedere al medesimo a condizioni sostenibili sul piano economico-finanziario. Tale esigenza trova motivazione nel carattere meritorio dei servizi in oggetto, in quanto il consumo degli stessi è da ritenersi condizione *sine qua non* per lo sviluppo sociale della collettività. Conseguentemente la stessa erogazione del servizio deve essere intesa quale un obiettivo sociale ed è sottoposta al rispetto di condizioni di continuità, uguaglianza di trattamento e adattamento ai bisogni.

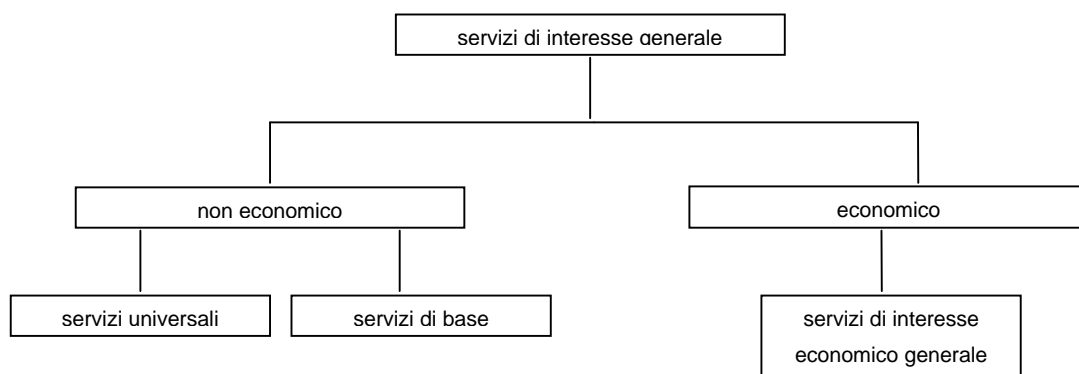
Alla luce delle precedenti considerazioni è evidente l'importanza ricoperta dai servizi di pubblica utilità nell'ambito del dibattito socio-politico nazionale e internazionale. Al riguardo, le Istituzioni europee hanno da sempre svolto un fondamentale ruolo di stimolo e coordinamento delle iniziative dei singoli Stati membri, soprattutto nella ricerca di condizioni atte a favorire la competizione e la concorrenza in ambiti nei quali storicamente ha prevalso un gestione monopolistica dei servizi da parte di operatori pubblici.

Nel 2003, con il “Libro Verde dell'Unione Europea sui servizi di pubblico interesse”, si è assistito ad un importante tentativo promosso dalla Commissione europea di tracciare alcune linee guida di indirizzo sul tema. In tale sede è stato ribadito l'orientamento adottato a partire dagli anni '90 che propone la categoria

logica dei “servizi di interesse generale”, nella quale sono compresi i “servizi forniti dietro retribuzione o meno, considerati di interesse generale dalle autorità pubbliche e soggetti quindi a specifici obblighi inerenti al servizio pubblico”.

L’ampio insieme dei “servizi di interesse generale” comprende le categorie dei servizi universali e di base da un lato e quella dei servizi di interesse economico generale dall’altro lato.

*Figura 1.1 – I servizi di interesse generale*



Nella categoria dei servizi universali rientrano le prestazioni che sono rese disponibili a tutti secondo uguaglianza, continuità, libero accesso ed a condizioni di prezzo accessibile. Per tali servizi è necessario l’intervento (diretto o indiretto) del soggetto pubblico, considerato che normalmente la gestione degli stessi comporta oneri superiori ai ricavi ed obblighi non sopportabili da imprese aventi finalità lucrative.

I servizi di base sono rappresentati dai sistemi di rete e di infrastrutture, necessari per la produzione ed erogazione di alcuni servizi di interesse economico generale, su cui viene garantito il libero ed egualitario accesso, dietro pagamento, a tutti gli operatori interessati all’utilizzo della rete. Tali servizi trovano la propria ragione nel

fatto che risulterebbe estremamente dispendioso e sicuramente anti-economico il duplicarsi delle reti per consentire l'attuazione della concorrenza per la loro erogazione<sup>6</sup>.

I servizi di interesse economico generale comprendono l'insieme di attività a carattere commerciale fornite a titolo oneroso e promosse dai pubblici poteri nell'interesse generale. I servizi in esame sono caratterizzati dal fatto di poter essere oggetto di scambio secondo logiche concorrenziali di mercato, sebbene l'offerta di queste tipologie di servizi – considerati di interesse generale da parte dei soggetti pubblici – debba rispettare i principi della continuità e dell'uguaglianza di trattamento e di adattamento ai bisogni.

La normativa comunitaria include un insieme di specifiche prerogative con riguardo ai servizi di interesse economico generale e più precisamente connesse ai principi: dell'universalità; della continuità; della qualità del servizio; della accessibilità delle tariffe e della tutela degli utenti.

Il profilo dell'universalità, come già analizzato, si riferisce ai requisiti e alle modalità di erogazione del servizio, che ne determina la disponibilità per tutti gli utenti, ovunque sul territorio, ad un livello qualitativo prestabilito e ad un prezzo accessibile.

Il fattore della continuità comporta che il soggetto erogatore sia obbligato a garantire la fornitura del servizio senza interruzioni. Questo punto assume crescente rilievo sia per gli aspetti di salvaguardia dei livelli minimi di servizio sia per il raggiungimento di adeguati standard di qualità.

L'accessibilità delle tariffe impone che il servizio sia offerto ad un prezzo fruibile da tutti, nell'ottica anche di favorire la coesione economica e sociale.

---

<sup>6</sup> Si pensi, tra gli altri, ai servizi ferroviari, telefonici e postali, all'energia elettrica, al gas e agli acquedotti.

La tutela degli utenti costituisce ulteriore elemento caratterizzante l'accezione di servizio di interesse economico generale adottato dalla Commissione europea. Tale condizione presuppone fattori quali un'adeguata qualità del servizio, la sicurezza fisica e la protezione sanitaria, la trasparenza, la libertà di scelta del servizio e del fornitore, l'esistenza di organismi di regolamentazione, la partecipazione attiva di rappresentanti di utenti alla valutazione dei servizi, la possibilità di scelta della modalità di pagamento.

L'ampiezza del concetto di servizio di interesse economico generale evidenzia un superamento dell'impostazione anteriormente adottata dalla normativa italiana, che faceva riferimento alla natura industriale/imprenditoriale degli stessi, annoverando solo i servizi per i quali era significativa la rilevanza di processi industriali nella produzione/erogazione delle prestazioni. L'accezione adottata a livello europeo, invece, è decisamente più ampia e comprende tutti i servizi per i quali è previsto un impegno rilevante e significativo di risorse scarse e la ricerca delle condizioni di equilibrio nel rapporto tra scarsità delle risorse impiegate e utilità dei bisogni soddisfatti. Per tali servizi, l'impostazione comunitaria prevede che gli stessi siano prodotti ed erogati da imprese che operano indipendenti sul mercato ed in regime di concorrenza.

L'insieme dei servizi di pubblica utilità si presenta quindi ampio – in quanto composto da servizi aventi la medesima caratteristica di soddisfare un bisogno pubblico – e può essere oggetto di classificazioni al proprio interno, sia in base al profilo delle caratteristiche fisico-tecniche dei servizi, sia in base al profilo delle caratteristiche economiche dei relativi processi di produzione ed erogazione. In particolare, è possibile proporre numerose classificazioni, tra le quali paiono assumere rilievo quelle basate sulle seguenti categorie concettuali<sup>7</sup>: le modalità di

---

<sup>7</sup> R. Mele (2003), *Economia e Gestione delle imprese di pubblici servizi tra regolamentazione e mercato*, Padova, Cedam.

fruizione del servizio; le modalità di copertura dei costi, le categorie di bisogni soddisfatti e l'ambito territoriale di riferimento del bacino di erogazione.

Le modalità di fruizione del servizio consentono di distinguere tra beni collettivi e beni individuali. I primi, proprio per la loro natura, sono offerti alla collettività nel suo insieme e non individualmente ai singoli membri, i quali pertanto non possono escluderne altri consumatori dalla fruizione. I servizi individuali, invece, possono essere fruiti dagli utenti singolarmente. In tali situazioni si manifesta un vero e proprio rapporto di natura contrattuale che regola lo scambio tra produttore/erogatore ed utilizzatore del servizio, il quale peraltro in taluni casi può provvedere alla soddisfazione dei propri bisogni ricorrendo anche a servizi alternativi.

In base alle modalità di copertura dei costi, i servizi possono essere suddivisi secondo la tipologia di fonti che consentono la copertura dei costi sostenuti per l'espletamento del servizio. I servizi quindi possono essere distinti tra quelli che il mercato considera autosufficienti e remunerativi (per i quali pertanto l'attività economica è in grado di generare risultati adeguati alla copertura dell'impiego delle risorse) e quelli che invece non sono in grado di generare risorse adeguate per coprire autonomamente i costi sostenuti per produrli e che quindi richiedono – in parte o in tutto – un intervento pubblico di sostegno giustificato dalla meritevolezza degli specifici servizi (si pensi, ad esempio, ai servizi sanitari e a quelli di istruzione).

Con riferimento alle categorie dei bisogni soddisfatti, è possibile distinguere tra servizi di pubblica utilità in grado di soddisfare: bisogni di mobilità (trasporti ferroviari, su gomma, marittimi, aerei nonché le infrastrutture necessarie, tra cui strade, porti, aeroporti, etc.); bisogni di comunicazione (servizi postali, telefonici, telematici); bisogni di informazione e svago (servizi radio e televisivi); bisogni di energia (energia elettrica, gas, acqua calda, riscaldamento, etc.) e bisogni di igiene e sanità (servizi sanitari, acquedotti, servizi di fognatura e di nettezza urbana).

Da ultimo, con riguardo all'ambito territoriale di riferimento del bacino di erogazione, i servizi di pubblica utilità possono essere ricondotti all'intero territorio nazionale, ai territori regionali o ai territori locali. Rispettivamente nel primo caso si

parla di servizi di pubblica utilità di interesse nazionale, nel secondo caso di servizi di portata regionale e nel terzo caso di servizi locali di pubblica utilità.

I servizi locali di pubblica utilità sono dunque caratterizzati dal fatto di rivolgersi ad un delineato bacino d'utenza territoriale, espressione di bisogni collettivi locali e di una connessa domanda di servizi, mediante l'impiego di specifiche condizioni infrastrutturali (sistemi di infrastrutture a rete che costituiscono la condizione su cui si basa il sistema di erogazione), tecnologiche e organizzative.

Al riguardo, risulta particolarmente delicata l'individuazione di un ambito territoriale significativo, tale da rendere perseguibile la ricerca di adeguate economie di scala e di scopo in relazione alle caratteristiche tecniche ed economiche di organizzazione e gestione del servizio. L'ambito territoriale dovrebbe essere individuato sulla base di valutazioni di natura locale coniugate alle caratteristiche geografiche e strutturali del territorio di riferimento, con specifico riguardo alle condizioni e agli assetti delle reti infrastrutturali funzionali al processo di erogazione dei servizi. Tali valutazioni, che condizionano e determinano le modalità di organizzazione del sistema di erogazione, devono inoltre contemperare dimensioni e assetti del bacino di utenza servito dall'ambito territoriale. In sintesi, il bacino di utenza deve essere contraddistinto da dimensioni, articolazioni e segmenti di utenza servita in grado di produrre volumi di consumi adeguati e coerenti con l'equilibrio economico in capo al soggetto responsabile della gestione del servizio.

Alla luce delle precedenti considerazioni, i provvedimenti legislativi italiani intervenuti nel tempo si sono caratterizzati per aver operato un ampliamento dell'area su cui articolare il sistema di offerta di servizi di pubblica utilità rispetto ai confini dei singoli Enti locali. In proposito, si è attuata l'introduzione di un ulteriore livello istituzionale, che assume la responsabilità: da un lato, del recepimento delle istanze programmatiche degli Enti locali di riferimento; dall'altro lato, della formulazione di scelte progettuali ed operative tali da coordinare equilibratamente le esigenze della

collettività, le problematiche connesse alla gestione dei servizi (in ottica di una erogazione efficiente dei servizi, conveniente per gli utenti finali) e gli investimenti in infrastrutture, indispensabili per l'efficace e continua erogazione dei servizi<sup>8</sup>.

L'esigenza di definire l'offerta dei servizi pubblici su "ambiti locali di domanda" più ampi e significativi di quello comunale o provinciale, che sono le due dimensioni territoriali aventi rilevanza amministrativa, è pertanto elemento di stimolo all'introduzione di un nuovo assetto istituzionale in grado di rispondere alle seguenti condizioni:

- la ricerca di uniformità e unitarietà del sistema di infrastrutture tecnologiche impiegate nel processo di gestione ed erogazione del servizio, nelle diverse fasi in cui si articola il processo di integrazione all'interno della filiera;
- la tutela degli elementi che condizionano la ri-progettazione della rete infrastrutturale garantendo innovazione dei processi, compatibilità ambientale ed economicità della gestione;
- la coerenza delle dimensioni del bacino di utenza unitamente all'esigenza di garantire adeguati volumi complessivi e congruenti dimensioni dei singoli segmenti, fermo restando il perseguimento di adeguate economie di scopo e di scale.

L'impostazione prevista a livello normativo con riferimento ai servizi locali di pubblica utilità è attualmente riconducibile a: la separazione della gestione dell'ente pubblico territoriale (soggetto deputato ad esprimere mediante meccanismi rappresentativi i bisogni prioritari di una comunità) e della gestione attribuita all'ambito territoriale di riferimento (in linea di principio distinta dalla responsabilità

---

<sup>8</sup> L'individuazione degli ambiti territoriali di riferimento del processo di erogazione è stata prevista in taluni casi da norme nazionali, come ad esempio la Legge c.d. Galli n. 36 del 1994 per il ciclo idrico integrato, o in altri casi da leggi regionali, come è avvenuto per i trasporti pubblici locali e per la gestione del ciclo dei rifiuti.

politica e concentrata sul monitoraggio dell'evoluzione di specifiche ed omogenee categorie di bisogni).

L'applicazione dei citati riferimenti risulta complessa; di conseguenza la scelta frequentemente operata è stata quella di uniformare l'ambito territoriale su cui costruire il sistema di offerta locale dei servizi di pubblica utilità ai confini amministrativi del Comune e/o della Provincia.

## **1.2 L'evoluzione delle modalità di gestione dei servizi locali di pubblica utilità in Italia**

A partire dalla seconda metà dell'800 le forme e le modalità di gestione dei servizi locali di pubblica utilità sono state oggetto di un continuo processo evolutivo, stimolato sia dai progressivi mutamenti delle condizioni sociali, politiche ed economiche delle popolazioni, sia dallo sviluppo delle condizioni tecniche e tecnologiche di produzione e distribuzione dei servizi stessi.

In Italia le prime imprese di erogazione di servizi di pubblica utilità si costituiscono, prevalentemente nei Comuni settentrionali, nella seconda metà del diciannovesimo secolo in un contesto privo di una qualsiasi forma di regolamentazione e caratterizzato dalla disponibilità da parte degli enti locali a concedere l'impianto e l'esercizio dei servizi di pubblica utilità a privati imprenditori, spesso anche stranieri. Ciò era motivato dal fatto che le casse pubbliche risultavano sprovviste di adeguate disponibilità finanziarie da destinare agli investimenti necessari per lo sviluppo dei servizi stessi, tra i quali il trasporto urbano e ferroviario, l'energia elettrica e l'illuminazione pubblica.

L'ingente processo di urbanizzazione che caratterizzò la fine dell'800 e la prima metà del secolo scorso ebbe, tra gli altri, l'effetto di moltiplicare i bisogni collettivi e, conseguentemente, di incrementare notevolmente la domanda dei servizi di pubblica utilità<sup>9</sup>. In tale contesto divenne progressivamente cruciale e strategica la diffusione

---

<sup>9</sup> La nozione di servizio di pubblica utilità non era all'epoca ancora esattamente definita. Erano comunque considerati tali:

- i servizi a larga diffusione e con omogeneità nei processi di erogazione;
- i servizi definiti di "base", idonei a perseguire la soddisfazione di bisogni fondamentali nel vivere civile destinati sia a singoli utenti (acqua, gas, elettricità, asportazione immondizie, trasporto pubblico), sia alle comunità organizzate (illuminazione pubblica, rifornimenti idrici, viabilità, nettezza urbana, comunicazioni);

territoriale dei servizi di pubblica utilità e la conseguente disponibilità di consistenti risorse finanziarie finalizzate ad assicurare la costruzione delle reti e degli impianti necessari per la loro erogazione.

L'aumento della domanda di servizi di pubblica utilità da parte delle comunità urbane mise di fatto in crisi il sistema di gestione dei servizi di pubblica utilità, basato su logiche di concessione a imprese private. Si trattava infatti di un sistema caratterizzato da meccanismi prettamente di mercato, i quali non apparivano più in grado di conciliare l'interesse degli imprenditori privati alla massimizzazione del profitto con l'interesse collettivo di fruizione dei servizi a prescindere dalla loro condizione economica del fruitore<sup>10</sup>. Progressivamente si affermò con sempre maggiore vigore la necessità di prevedere forme di tutela e di garanzia della qualità e dell'accessibilità dei servizi di pubblica utilità, in base a logiche non prettamente economiche ma anche socio-politiche. In altri termini, si individuò nell'Ente locale il tutore degli interessi dei cittadini / utenti.

Nell'ambito del descritto quadro socio-economico, acquisì sempre maggior interesse il progetto politico di trasferire progressivamente la gestione dei servizi locali di pubblica utilità ai Comuni, al fine di sottrarre l'erogazione di tali beni economici da logiche prettamente imprenditoriali e, conseguentemente, al fine di raggiungere una "desiderata fonte di equi profitti a sollievo dei contribuenti"<sup>11</sup>. In tale contesto il 29 marzo 1903 fu approvata la legge n. 103 presentata dall'allora Ministro Giolitti, che prevedeva l'assunzione diretta dei servizi di pubblica utilità da parte dei

- 
- i servizi in cui è intrinseco un elemento di "socialità", da considerarsi sotto due aspetti: perché mirano a dotare l'intera comunità organizzata di mezzi essenziali per il sostegno del proprio sviluppo e perché garantiti anche le fasce meno abbienti della società, che in difetto non possederebbero risorse economiche per far ricorso ad altri mezzi sostitutivi e resterebbero in una situazione forzata di inferiorità e di arretratezza.

<sup>10</sup> Garlatti A. (2000), Il riordino delle forme di gestione dei servizi pubblici locali: opportunità e rischi emergenti, in "Azienda Pubblica", n.6/2000.

<sup>11</sup> Dagli atti parlamentari con cui si discusse e si approvò il successivo provvedimento normativo.

Comuni ai quali spettava la facoltà di intervenire direttamente, con aziende quali soggetti strumentali, nella gestione dei servizi a valenza locale<sup>12</sup>.

L'obiettivo del citato provvedimento normativo era incentrato sulla ricerca delle condizioni con cui "perseguire, mediante la municipalizzazione dei servizi pubblici, una risposta efficace alla crescente intensificazione della vita urbana, legata non solo al progressivo ingrandirsi delle città, ma anche alla moltiplicazione dei bisogni collettivi a cui occorreva dare riscontro con mezzi sociali"<sup>13</sup>.

Il processo di municipalizzazione avviato nelle grandi città italiane era articolato su cinque capi, che definivano:

- la costituzione e l'amministrazione delle aziende municipalizzate;
- il procedimento per l'assunzione diretta dei servizi di pubblica utilità;
- la vigilanza sull'amministrazione delle aziende e l'approvazione dei bilanci e dei conti;
- le aziende consorziali;
- infine, le disposizioni generali e transitorie.

Il corpus normativo prevedeva che ad ogni servizio fosse collegata la costituzione di una azienda speciale, distinta dall'amministrazione ordinaria del Comune, i cui utili netti accertati sarebbero stati devoluti al bilancio ordinario comunale, mentre le

---

<sup>12</sup> Le finalità della normativa presentata e approvata erano così sintetizzabili:

dare la possibilità ai Comuni di assumere, in via normale, la gestione diretta dei pubblici servizi mediante la costituzione di aziende municipalizzate;

- favorire l'assunzione di piene responsabilità da parte del Comune con la valutazione della convenienza economica della gestione diretta;
- consentire il controllo da parte delle autorità comunali dell'andamento della gestione;
- agevolare i Comuni nell'assunzione diretta dei pubblici servizi con disposizioni di carattere finanziario, sia per i servizi di nuovo impianto sia per quelli già esistenti per concessione degli stessi Comuni.

<sup>13</sup> Da gli atti parlamentari con cui si discusse e si approvò il provvedimento.

perdite, che eventualmente si fossero verificate, sarebbero state coperte con la parte straordinaria della spesa del bilancio comunale<sup>14</sup>.

Il provvedimento legislativo citato non fu esente da critiche ed i contenuti del dibattito parlamentare intervenuto anteriormente all'approvazione della legge Giolitti appaiono tutt'oggi di particolare interesse per le argomentazioni e gli spunti che lo rendono analogo a quello attualmente in corso, ad un secolo di distanza.

Tra le argomentazioni critiche spiccava il timore che nella gestione delle aziende municipalizzate sarebbe venuto meno l'elemento imprenditoriale e di rischio tipico delle aziende private, sostituito da un'eccessiva intrusione della politica, con tutti i limiti che la stessa poteva trasferire nella gestione aziendale. In particolare, coloro che erano contrari al provvedimento legislativo proposto da Giolitti ritenevano che "quando l'ufficio pubblico vuol trasformarsi in azienda produce poco e male e, presto o tardi, finisce col rendersi passivo". In effetti nel dibattito parlamentare più volte si discusse del rischio che le aziende municipalizzate non potessero, quanto meno nel lungo periodo, perseguire adeguati livelli di efficienza e, conseguentemente, di efficacia nei servizi erogati.

Nonostante le citate perplessità, come visto, il processo di municipalizzazione dei servizi locali di pubblica utilità si perfezionò nei primi anni del Secolo scorso per

---

<sup>14</sup> Le aziende municipalizzate potevano avere per oggetto l'impianto e l'esercizio diretto di determinati servizi, fra i quali (con un'elencazione che la legge indicava in toni enunciativi ma non tassativi):

- la costituzione di acquedotti e la distribuzione di acqua potabile;
- l'impianto e l'esercizio dell'illuminazione pubblica e privata;
- la costruzione di fognature, la nettezza urbana e sgombri di immondizie delle case;
- la costruzione e l'esercizio di reti telefoniche e di tranvie;
- l'impianto e l'esercizio di farmacie;
- i trasporti funebri;
- la produzione e distribuzione di forza motrice idraulica ed elettrica, nonché la costruzione dei relativi impianti.

non subire sostanziali modifiche fino agli anni Ottanta<sup>15</sup>. In tale periodo, il sistema dei servizi di pubblica utilità si sviluppa notevolmente sia in termini di domanda, sia in termini di numero e dimensione di imprese erogatrici, sia infine in termini di tipologia di servizi. In questa fase si assiste alla quasi completa pubblicizzazione delle imprese, tanto su scala nazionale quanto su scala locale, attraverso l'acquisizione nel secondo caso delle gestioni e delle aziende di servizi da parte degli Enti locali.

Nella seconda metà del 1900, in particolare, i Comuni ampliarono notevolmente il proprio intervento diretto nella produzione dei servizi di pubblica utilità, anche a seguito delle difficoltà economiche e finanziarie di molte aziende concessionarie. Inoltre, tale intervento risultava funzionale all'attuazione delle politiche di *welfare state*, che prevedevano l'assunzione diretta da parte dell'Autorità Pubblica della responsabilità di garantire e promuovere l'erogazione di importanti servizi sociali.

Lo sviluppo economico del nostro Paese si accompagnò ad una progressiva affermazione della figura di Stato imprenditore, gestore delle attività economiche tramite imprese pubbliche. L'intervento pubblico si ampliò anche alla produzione diretta di beni economici ritenuti "individuali" dal punto di vista tecnico, ma comunque di pubblico interesse ed utilità.

In effetti è possibile affermare che l'economia europea del Novecento si è caratterizzata per il frequente intervento statale, spesso non limitato ai settori e alle circostanze per cui è accettabile una naturale presenza pubblica anche in un'economia di mercato. L'intervento pubblico si indirizza non di rado anche agli ambiti tipicamente della libera concorrenza e dell'imprenditorialità privata.

---

<sup>15</sup> Dai primi anni del '900 fino al 1990 si può affermare che non siano intercorse sostanziali modifiche legislative per quanto riguarda i servizi pubblici, con eccezione per alcune norme (R.D. n. 3047 del 1923, Testo Unico contenuto nel R.D. 2578 del 1925) che ebbero come principale effetto quello di ampliare l'autonomia di gestione dei servizi affidati alle aziende municipalizzate, pur non riconoscendo alle stesse una distinta personalità giuridica, e di strutturare in maniera compiuta la formula dell'azienda municipalizzata.

L'Italia, pur non rappresentando un caso isolato<sup>16</sup>, può essere considerato un modello esemplare di nazionalizzazione: a partire dalla seconda metà del secolo scorso, infatti, vennero attuati numerosi interventi finalizzati al salvataggio di aziende in crisi, che non sarebbero sopravvissute alle logiche concorrenziali del mercato<sup>17</sup>.

La commistione tra momento politico, momento istituzionale e momento economico che ha contraddistinto la fase storica sopra descritta, e la conseguente applicazione di logiche di gestione di tipo burocratico anche ad attività a elevato contenuto economico, hanno portato alla progressiva crisi dell'operare delle aziende municipalizzate e per il loro tramite alla delegittimazione dell'intervento degli enti locali nel comparto dei servizi di pubblica utilità. A fronte di una pressione fiscale crescente, gli Enti locali si rivelavano spesso incapaci di produrre e di erogare servizi ad un livello quali-quantitativo sufficiente per soddisfare le esigenze delle collettività amministrative.

Sul finire degli anni Ottanta si assiste ad una vera e propria crisi dell'amministrazione pubblica italiana, oggetto di rilevanti studi scientifici sintetizzabili nel nucleo fondamentale della teoria del fallimento del settore pubblico che si contrappone alla teoria del fallimento del mercato. Secondo tale teoria la gestione pubblica avrebbe prodotto risultati peggiori in termini di efficienza, efficacia e di economicità rispetto a quelli che sarebbero stati realizzati da gestione privata.

Particolare attenzione è stata posta proprio all'evidente *gap* di efficienza che progressivamente si generava tra la gestione pubblica e quella privata, affiancato da

---

<sup>16</sup> Gran Bretagna e Francia, ad esempio, sono state protagoniste di massicci programmi di nazionalizzazione, che hanno portato, ad esempio, al passaggio sotto il controllo statale di aziende quali rispettivamente la Rolls Royce e la Renault.

<sup>17</sup> Gli interventi di "salvataggio" degenerarono poi in una politica felicemente definita "dell'aspirapolvere", Cfr. L. Anselmi (1994), *Le partecipazioni statali oggi. Analisi delle condizioni di equilibrio*, Torino, Giappichelli.

un progressivo abbassamento del livello qualitativo dei servizi di pubblica utilità. Tali considerazioni assunsero sempre maggiore interesse a partire dal secondo dopoguerra, quando i servizi in oggetto hanno progressivamente rappresentato un fondamentale parametro di competitività tra i sistemi nazionali. Pertanto la relativa scarsa efficienza delle aziende erogatrici si è configurata frequentemente nel nostro Paese quale “fattore limitazionale della crescita economica e sociale”<sup>18</sup>.

Inoltre, il secondo ‘900 si è caratterizzato per lo sviluppo di importanti innovazioni tecnologiche ed organizzative, aventi come risultato la modifica progressiva delle alternative e delle condizioni tecniche ed economiche di svolgimento della produzione, della distribuzione e dell’erogazione dei servizi di pubblica utilità, rendendo così possibili soluzioni produttive ed organizzative dei mercati prima impensabili. Parallelamente le condizioni economiche e la crescente ricchezza dei consumatori hanno modificato ed elevato la soglia dei corrispettivi sopportabili e hanno incrementato le esigenze in fatto di varietà e qualità dei servizi.

Per effetto di quanto sopra descritto e anche su impulso comunitario, a partire dall’inizio dell’ultimo decennio del secolo scorso, il legislatore nazionale interviene con una serie di provvedimenti, costituenti un quadro normativo tutt’ora non ultimato, finalizzati a ridefinire le forme istituzionali di gestione dei servizi pubblici mediante:

- la promozione di uno sviluppo della efficienza produttiva e della efficacia delle aziende operanti nel settore dei servizi di pubblica utilità, attraverso l’adozione di modelli di governo e di gestione delle aziende di pubblica utilità orientati maggiormente al perseguimento dell’economicità aziendale;
- l’attuazione dei principi della libera concorrenza nelle attività economiche, presupposto posto alla base dell’Unione Europea;

---

<sup>18</sup> L. Anselmi (2003), Percorsi aziendali per le pubbliche amministrazioni, Torino, Giappichelli.

- la diminuzione progressiva dell'intervento pubblico in campo economico, in un'ottica diametralmente opposta alle tendenze delineate nei decenni precedenti, e l'affermazione di una crescente autonomia degli enti locali, ai quali venivano attribuiti nuovi spazi di autonomia impositiva e statutaria con il conseguente trasferimento a questi ultimi di nuove funzioni e prerogative.

Nel citato processo, ha svolto un ruolo indubbiamente primario l'Unione Europea, la quale ha esercitato (e tutt'ora esercita) notevoli pressioni istituzionali finalizzate alla liberalizzazione ed alla privatizzazione del comparto dei servizi di pubblica utilità. Ciò ha indotto la ri-definizione del ruolo degli enti locali (da produttori diretti a regolatori dell'attività di soggetti terzi) e la riduzione del numero di formule istituzionali disponibili per la gestione dei servizi pubblici.

La concezione comunitaria del settore dei servizi di pubblica utilità ha, con sempre maggior vigore, enfatizzato l'importanza dei seguenti due principi fondamentali:

- il mantenimento delle regole della libera concorrenza per tutte le attività economiche, anche quando sono gestite da imprese pubbliche;
- la limitazione del monopolio alle sole attività "non economiche" ed a quelle che il mercato non è in grado di servire.

Il superamento delle degenerazioni e delle inefficienze burocratico-amministrative tipiche del binomio azienda pubblica / monopolio caratterizzante lo scenario nazionale fino agli anni '70 / '80 è stato oggetto di sollecitazione esterne ed interne al nostro Paese. Conseguentemente, il legislatore nazionale ha attivato un processo di riordinamento, ispirato alle regole dell'economia di mercato e ai principi e agli strumenti di governo manageriale delle imprese. Tale processo ha coinvolto l'intero settore dei servizi di pubblica utilità, con interventi finalizzati: da una parte, alla liberalizzazione e ri-regolamentazione dei settori dei servizi locali di pubblica utilità; dall'altra parte, alla privatizzazione delle aziende dedite alla produzione ed alla erogazione dei servizi in oggetto.

La libera concorrenza è stata prevista dalla comunità europea per tutte le attività economiche comprese quelle di “interesse economico generale”, con la sola eccezione delle attività di servizio universale e quelle di “rete”.

Parallelamente con la ri-regolamentazione (da intendersi non tanto come eliminazione di regole e di vincoli nella gestione dei servizi, quanto come ridefinizione delle “regole del gioco”) la pubblica amministrazione è chiamata a ridefinire l’approccio e i principi di trattamento dei settori di pubblica utilità, attuando una netta separazione tra la funzione di regolamentazione, la funzione di gestione e quella di controllo. Infatti:

- la funzione di regolamentazione permane in capo all’ente pubblico che la attua mediante l’attività normativa;
- la gestione viene affidata a imprese che possono essere sia pubbliche sia private, ma comunque autonome rispetto all’ente pubblico regolatore;
- la funzione di controllo, avente finalità di verifica del rispetto degli obblighi e delle condizioni previste dalla regolamentazione, è affidata ad “autorità indipendenti” con poteri amministrativi e sanzionatori.

I processi di privatizzazione consistono nel trasferimento da parte della pubblica amministrazione a soggetti privati della proprietà e dell’esercizio di imprese, o rami di esse, operanti nel settore dei servizi di pubblica utilità. In linea generale il processo di privatizzazione potrebbe essere attuato in tutte le aree di attività in cui non è giustificato un intervento diretto del soggetto pubblico nella gestione, mentre la proprietà pubblica potrebbe rappresentare tutt’oggi una soluzione ottimale sia per il settore dei servizi pubblici universali, sia per il settore dei servizi di base (sistemi di rete e di infrastrutture, necessari per la produzione ed erogazione di alcuni servizi di interesse economico generale).

Nell’ambito dello scenario storico e degli interventi normativi attuati a partire dall’ultimo decennio del ‘900, ricopre primaria posizione la legge di riordino delle autonomie locali, introdotta con il provvedimento n. 142 del 1990.

In particolare, l'art. 22 della legge n. 142, e le successive integrazioni intervenute in seguito a ulteriori disposizioni normative, ha previsto le seguenti forme di gestione dei servizi locali di pubblica utilità:

- la gestione in economia, preferibile quando per le modeste dimensioni o per la natura del servizio non sia conveniente costituire un'azienda;
- la gestione in concessione a terzi, nel caso in cui ragioni tecniche, economiche e di opportunità sociale rendano questa forma più conveniente;
- la gestione per mezzo di aziende strettamente pubbliche (le c.d. aziende speciali), contraddistinte da una propria autonomia giuridico-patrimoniale, utilizzabili anche per servizi di rilevanza economica. Nel caso di gestione associata tra più enti locali è inoltre prevista la possibilità di costituire aziende consortili;
- la gestione per mezzo di istituzioni, con specifico riferimento ai servizi sociali, privi di "rilevanza imprenditoriale";
- la gestione per mezzo di società per azioni o a responsabilità limitata a capitale prevalentemente pubblico;
- società per azioni a capitale pubblico minoritario.

Con l'introduzione delle elencate forme di gestione dei servizi locali di pubblica utilità, la legge n. 142 ha definito uno scenario nel quale le scelte di esternalizzazione della gestione di produzione ed erogazione dei servizi in oggetto sono divenute basilari nella definizione delle strategie organizzative e finanziarie degli Enti locali<sup>19</sup>.

Il provvedimento legislativo sopra citato è stato superato nel 2000 con l'introduzione del Testo Unico degli Enti Locali<sup>20</sup>, il quale non ha apportato novità

---

<sup>19</sup> Sull'argomento si veda: M. Elefanti e C. Gavazzi (2001), *Economia delle imprese pubbliche: forme di gestione dei servizi pubblici*, Milano, Egea.

<sup>20</sup> Decreto Legislativo 8 agosto 2000, n. 267, denominato anche TUEL.

sostanziali alla precedente disciplina dei servizi locali di pubblica utilità ma ne ha sistematizzato l'ingente produzione normativa intervenuta a partire dagli anni '90.

In particolare, dalla lettura della prima versione del Titolo V della Parte I del TUEL, denominato “*Servizi e interventi pubblici locali*”, è possibile individuare l'obiettivo del legislatore di esternalizzare la gestione dei servizi locali di pubblica utilità con formule privatistiche, ritenute le più efficaci per la risoluzione dei problemi collegati all'erogazione dei servizi in oggetto. La citata sezione del TUEL è stata in seguito oggetto di numerose modifiche nell'ambito degli interventi di liberalizzazione, regolamentazione e privatizzazione del settore dei servizi locali di pubblica utilità, che saranno oggetto dei successivi paragrafi del presente elaborato.

### **1.3 La liberalizzazione e la regolamentazione del settore dei servizi locali di pubblica utilità**

Nella seconda metà degli anni '90, anche sulla spinta di direttive promosse in tal senso dall'Unione Europea, ha avuto inizio in Italia un ingente processo di riforma dei servizi locali di pubblica utilità, finalizzato a raggiungere condizioni di maggiore apertura dei mercati. Ad oggi, sebbene il settore sia indubbiamente ancora lontano da un'effettiva liberalizzazione, la direzione prospettata è quella di giungere ad un concreto trasferimento in capo all'utente dell'opzione di scelta del fornitore, secondo logiche concorrenziali.

Con riferimento agli aspetti normativi, il quadro regolamentativo dei servizi locali di pubblica utilità risulta essere ad oggi ancora frammentato<sup>21</sup>, anche per effetto della estrema eterogeneità e delle specificità dei segmenti di business cui lo stesso si rivolge.

Il processo di liberalizzazione dei servizi di pubblica utilità ha trovato primario impulso con il Disegno di Legge del Senato n. 4010 del 1999<sup>22</sup>, frutto di una emergente consapevolezza dell'importanza assunta nella società moderna dalle imprese locali di servizi di pubblica utilità (le c.d. *public utility locali*). In effetti, tali realtà aziendali erano già da tempo divenute fondamentali propulsori dello sviluppo economico e sociale della comunità.

In particolare, nell'ambito del citato intervento normativo assumevano particolare rilievo i seguenti obiettivi:

---

<sup>21</sup> A questo si aggiunge la complessità delle diverse discipline di settore, non sempre coerenti, sia a livello nazionale che a livello comunitario, con la più ampia normativa dei settori locali di pubblica utilità.

<sup>22</sup> Il D.d.L. citato conteneva infatti, tra gli altri, la proposta di modificare gli artt. 22 e 23 della Legge n. 142 / 1990 recante norme con riguardo "all'Ordinamento sulle Province e sui Comuni", aventi per oggetti i servizi locali di pubblica utilità.

- il miglioramento, sia qualitativo sia quantitativo, dell'offerta, in termini di servizi efficienti e adeguati alla domanda, a costi il più possibile contenuti, tali da permettere l'assolvimento da parte dei servizi in oggetto della funzione sociale e di supporto allo sviluppo della società a loro demandata;
- l'attribuzione delle funzioni di indirizzo, di programmazione, di vigilanza e controllo agli Enti locali (Comuni e Province), con la contestuale separazione di quelle di gestione dei servizi;
- la creazione di mercati concorrenziali, nel rispetto dei principi di trasparenza, economicità e parità tra soggetti pubblici e privati;
- il rafforzamento strutturale dei servizi locali tramite il raggiungimento di dimensioni ottimali delle imprese, ottenibili mediante il coinvolgimento di capitali privati.

L'intervento normativo riguardava cinque servizi, definiti di "carattere industriale": energia (con esclusione di quella elettrica), gas, ciclo dell'acqua, rifiuti solidi urbani e trasporto collettivo. Per tali servizi era previsto che la gestione potesse essere affidata solo tramite gare pubbliche, strutturate in maniera tale che il vincitore venisse selezionato in base a specifici parametri di qualità ed economicità<sup>23</sup>. Potevano partecipare alle gare esclusivamente società di capitali, senza vincoli di natura territoriale, ma con limiti di durata massima dell'affidamento.

Sul fronte degli Enti locali coinvolti, il D.L. sollecitava l'aggregazione degli stessi per ambiti territoriali, al fine di migliorare l'efficienza della gestione dei servizi di pubblica utilità, in base a logiche connesse alle economie di scala e di scopo. Inoltre, sul fronte dell'efficacia dei rapporti tra pubbliche amministrazioni ed utenza e

---

<sup>23</sup> I servizi locali diversi da quelli a carattere industriale potevano essere esercitati dagli enti locali, atteso che le relative attività non potessero essere svolte in regime di concorrenza, scegliendo motivatamente tra le seguenti modalità: con affidamento tramite gara; con affidamento diretto a una società di capitali (controllata dall'ente titolare del servizio, anche congiuntamente ad altri enti locali, con la partecipazione di soggetti pubblici e privati); per mezzo di istituzioni (aventi personalità giuridica); soltanto eccezionalmente in economia.

nell'ottica di garantire un'adeguata chiarezza circa le condizioni e le modalità di produzione ed erogazione dei servizi, il legislatore prevedeva l'introduzione di una Carta dei servizi. Con tale strumento si intendeva favorire la trasparenza dell'operato dell'amministrazione pubblica nei confronti della collettività, in termini di chiarezza informativa e tutela degli interessi "pubblici" confluenti nelle aziende di servizi di pubblica utilità.

Nel 2001 la Legge finanziaria per il 2002<sup>24</sup>, modificando il TUEL<sup>25</sup>, introduce una riforma organica del settore dei servizi locali di pubblica utilità, fornendo una prima soluzione al problema della liberalizzazione e dell'apertura dei servizi locali alle logiche di mercato.

I punti cardine della nuova regolamentazione sono riconducibili allo smembramento dei monopoli naturali, in un'ottica rivolta alla liberalizzazione del settore, perseguita mediante la distinzione tra: la proprietà delle reti e degli impianti; la gestione delle reti e l'erogazione del servizio.

In altri termini, al fine di creare le condizioni adeguate per la diffusione di una maggiore efficienza ed efficacia dei servizi, il legislatore ha previsto l'ampliamento dei soggetti coinvolti nel settore dei servizi locali di pubblica utilità, prevedendo l'individuazione di soggetti differenti per lo svolgimento delle indicate attività: il proprietario della rete, il gestore della rete, il gestore del servizio.

Con riferimento alla proprietà delle reti, degli impianti e delle altre dotazioni destinate all'esercizio di servizi di pubblica utilità, si affermò il principio basilare che la stessa dovesse essere assegnata agli Enti locali, per i quali veniva esplicitamente sancito il divieto di cessione. Gli Enti proprietari avrebbero poi provveduto a mettere a disposizione dei gestori del servizio le infrastrutture stesse, contro il corrispettivo di

---

<sup>24</sup> Art. 35 Legge n. 448/2001 recante "Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato".

<sup>25</sup> Il provvedimento normativo interveniva sull'art. 113 del Testo Unico sugli Enti Locali, modificando lo stesso e introducendo anche l'art. 113 bis.

un canone definito dalle autorità di settore competenti se esistenti oppure, in caso contrario, dagli enti medesimi<sup>26</sup>.

La gestione delle reti e degli impianti, secondo il dispositivo normativo, poteva essere altresì congiunta o disgiunta dalla gestione dei servizi, anche se la via normale sembrava quella dell'affidamento unitario<sup>27</sup>.

L'aspetto più complesso della normativa in esame era quello relativo alla gestione del servizio. Nella ricerca del perseguimento di logiche connesse alla concorrenza per il mercato, era previsto l'obbligo di affidamento dell'attività di gestione del servizio esclusivamente tramite gara pubblica, in base a regole disciplinate per ogni singolo settore. Potevano partecipare all'affidamento solo società di capitali (miste<sup>28</sup> o interamente private) scelte attraverso gare ad evidenza pubblica, da svolgersi in base a *standards*<sup>29</sup> definiti dalle autorità di settore o, in mancanza di queste, dagli Enti

---

<sup>26</sup> Era prevista, tuttavia, la possibilità alternativa che gli enti locali conferissero le reti e gli impianti a società appositamente costituite a controllo pubblico maggioritario, ovviamente con il divieto per queste ultime di cessione delle quote di maggioranza e con l'obbligo di mettere le infrastrutture a disposizione dei gestori del servizio, previo corrispettivo determinato in base alle medesime logiche previste per l'ente locale.

<sup>27</sup> Nella circostanza in cui la gestione della rete fosse separata dalla gestione del servizio, erano previste due opzioni:

- l'affidamento diretto a società di capitali appositamente costituite a controllo maggioritario degli enti locali, anche in forma associata;
- l'affidamento ad imprese idonee scelte mediante procedura concorsuale ad evidenza pubblica.

<sup>28</sup> Le società miste sono società di capitali nelle quali, a fronte di una cessione di partecipazione da parte dell'ente pubblico, nella proprietà è mantenuta la presenza dell'ente locale che convive con quella di privati spesso presenti in ruoli minoritari pur con deleghe di gestione operativa.

<sup>29</sup> Era previsto che la gara venisse aggiudicata sulla base di una pluralità di elementi sia quantitativo-economici (connessi a specifiche condizioni economiche e di prestazione, ai previsti piani di investimento e di potenziamento delle reti e degli impianti, nonché a piani di rinnovamento e manutenzione), sia qualitativi (*standards* qualitativi e di sicurezza dei servizi).

locali. Ai fini della tutela della concorrenza, per i partecipanti alle gare pubbliche erano inoltre previsti specifici divieti soggettivi<sup>30</sup>.

L'assetto normativo del settore dei servizi locali di pubblica utilità appena descritto è stato nuovamente ridisegnato dalle norme contenute nella manovra finanziaria per il 2004<sup>31</sup>, unitamente al Decreto Legge n.269/2003 (convertito successivamente nella Legge n. 326 del 24 novembre 2004). Il legislatore sembra dunque ricercare un modello ottimale per approssimazioni successive, il che evidenzia quanto complesso sia l'iter di definizione della disciplina in oggetto.

In sintesi, i principi ispiratori del nuovo intervento normativo sono rappresentati da una duplice volontà. Da un lato assume rilievo il desiderio di uniformare la disciplina di affidamento dei servizi locali di pubblica utilità ai principi individuati a livello comunitario in tema di tutela della concorrenza, promuovendo una maggiore attenzione al riparto delle competenze legislative tra Stato e Regioni<sup>32</sup>. Dall'altro lato

---

<sup>30</sup> Veniva preclusa la partecipazione alla gara alle società che, in Italia o all'estero, gestissero servizi pubblici locali a seguito di affidamento diretto; ovvero che, anche se originariamente affidate a seguito di gara, avessero ottenuto il rinnovamento dell'affidamento in via fiduciaria. Tale divieto non era, peraltro, limitato alla singola impresa, ma si estendeva alle società controllate o collegate, alle controllanti e a quelle controllate o collegate alla controllante. Veniva inoltre preclusa la partecipazione alle gare anche ai soggetti affidatari della gestione delle reti e degli impianti, nell'ipotesi in cui era prevista la separazione della gestione delle reti dall'erogazione del servizio.

<sup>31</sup> Legge n. 350 del 24 dicembre 2003.

<sup>32</sup> In effetti, la nuova riforma è stato sollecitata:

- da numerosi richiami effettuati dagli organi comunitari, affinché fossero apportate "urgenti" modifiche alla normativa nazionale, ritenuta in alcuni punti incompatibile con le disposizioni comunitarie;
- dalla necessità di prevenire eventuali eccezioni di incostituzionalità dell'art. 35 della legge finanziaria 2002, considerato che molte Regioni avevano già invocato un'interferenza legislativa in materia ritenuta di loro esclusiva competenza, ai sensi della riforma del titolo V della Costituzione.
- In tale senso, il legislatore nazionale ha previsto per le nuove disposizioni l'immediata applicabilità, esplicitando inoltre che, essendo le stesse concernenti la tutela della concorrenza, rientrano in una materia di esclusiva competenza del legislatore nazionale.

il legislatore ha inteso fornire un quadro giuridico di riferimento certo e uniforme in relazione alle modalità di affidamento dei servizi stessi, integrativo e inderogabile rispetto alle normative di settore.

La manovra finanziaria per il 2004 introduce, in primo luogo, una nuova classificazione dei servizi locali di pubblica utilità, distinti tra servizi a rilevanza economica (art. 113 del TUEL) e servizi privi di rilevanza economica (art. 113 bis del TUEL)<sup>33</sup>.

Con riferimento ai servizi locali di pubblica utilità a rilevanza economica, le disposizioni normative, nell'ottica della tutela della concorrenza, risultano inderogabili (e quindi rappresentano un vincolo per la legislazione regionale) e integrative delle discipline di settore per quanto attiene le modalità di gestione e affidamento del servizio. I soli settori dell'elettricità e del gas restano esclusi da tale vincolo, in quanto soggetti all'applicazione delle disposizioni di tutela della concorrenza contenute rispettivamente nei D.L.gs n.79/1999 (Decreto Bersani) e n.164/2000 (Decreto Letta)<sup>34</sup>. Tra i settori a rilevanza economica per i quali si applica la nuova normativa sono invece compresi il servizio idrico e la gestione dei rifiuti che, pur disciplinati a livello nazionale da proprie normative di settore, rientrano tra quelle attività per le quali mancano a livello comunitario direttive specifiche in tema di assetto di mercato. A tali ambiti si applicano pertanto le normative di settore emanate a livello nazionale e la nuova disciplina dei servizi locali di pubblica utilità per quanto attiene le modalità di affidamento del servizio<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Scompare in altri termini la precedente distinzione tra servizi "con" e "senza" rilevanza industriale.

<sup>34</sup> Sebbene con modi e tempi differenti, tali settori hanno mantenuto l'obbligo di procedere ad evidenza pubblica come unica modalità per l'affidamento del servizio.

<sup>35</sup> Per i settori dell'acqua e dei rifiuti urbani è stata prevista la reintroduzione, pur nel rispetto di alcune condizioni previste dalle disposizioni comunitarie in materia di concorrenza, dell'ipotesi di affidamenti diretti.

Il nuovo art. 113 del TUEL mantiene inalterata l'impostazione precedente per quanto concerne la separazione della proprietà delle reti dall'attività di erogazione dei servizi, confermando l'obbligo per le società di procedere allo scorporo della proprietà delle reti e degli impianti dall'attività di erogazione dei servizi a rilevanza economica, qualora ciò non fosse già stato fatto. Viene inoltre confermato e rafforzato il regime di proprietà pubblica delle reti, degli impianti e delle dotazioni per la produzione di servizi di pubblica utilità. Tali proprietà possono essere direttamente detenute dall'Ente locale o possono essere trasferite in capo a società<sup>36</sup> di capitale interamente pubblico ed incedibile.

Con riferimento alla gestione delle reti, permane la facoltà in capo agli Enti locali di distinguerla dall'attività di erogazione del servizio. In proposito, il legislatore ha previsto una serie di opzioni relative alle modalità di gestione e di affidamento delle reti che gli Enti locali possono esercitare anche in forma associata<sup>37</sup>.

Da ultimo, è previsto che la titolarità del servizio può essere conferita:

- a società di capitali individuate attraverso l'espletamento di gare con procedura ad evidenza pubblica;
- a società a capitale misto pubblico-privato nelle quali il socio privato venga scelto con l'espletamento di gare con procedura ad evidenza pubblica. Tale procedura deve rispettare le norme nazionali e comunitarie in materia di

---

<sup>36</sup> La possibilità di conferire ad una società la proprietà delle reti, nei casi in cui non è previsto un esplicito divieto a livello di settore, è comunque condizionata dal fatto che la società sia interamente a capitale pubblico e che l'attività principale sia svolta con riferimento agli enti partecipati.

<sup>37</sup> È prevista la duplice possibilità di:

- di soggetti allo scopo costituiti, nella forma di società di capitali con la partecipazione totalitaria di capitale pubblico a cui può essere affidata direttamente tale attività a condizione che gli enti pubblici titolari del capitale sociale esercitino un controllo analogo a quello esercitato sui propri servizi;
- di imprese idonee, da individuare mediante procedura ad evidenza pubblica.

concorrenza, secondo le linee di indirizzo emanate da autorità competenti per mezzo di provvedimenti o circolari specifiche;

- a società di capitali interamente pubbliche, a condizione che l'ente o gli enti pubblici titolari del capitale sociale esercitino sulla società un controllo analogo a quello esercitato sui propri servizi e che la società realizzi la parte più importante della propria attività con l'ente o gli enti pubblici che la controllano (c.d. affidamento in house).

Di fatto, il legislatore ha individuato tre differenti modelli di organizzazione delle *public utilities* locali eroganti servizi di rilevanza economica: la gara per il servizio, la gara per il socio e l'affidamento diretto (c.d. *in house*).

I primi due modelli seguono le logiche della concorrenza per il mercato, prevedendo entrambi che il soggetto privato interessato alla gestione del servizio venga selezionato mediante una gara e quindi in base ad un confronto competitivo tra più aspiranti<sup>38</sup>.

Il terzo modello, basato sull'affidamento diretto della gestione del servizio, è stato oggetto di numerose critiche, in quanto ritenuto inadeguato rispetto al perseguimento di obiettivi di affermazione di logiche di concorrenza<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Si noti che in entrambe le ipotesi di affidamento mediante gara, nel caso di una società mista pubblico-privato, non è previsto alcun limite né al possesso di quote (la partecipazione potrà essere maggioritaria o minoritaria), né alla natura giuridica della società, che potrà essere costituita come società per azioni o come società a responsabilità limitata.

<sup>39</sup> L'impostazione adottata per l'affidamento diretto dovrebbe comunque garantire il rispetto delle regole della concorrenza alla luce della presenza di alcune importanti condizioni, rappresentate:

- dal limite territoriale all'operatività, che deve restare circoscritta al proprio bacino di utenza (divieto quindi di operare fuori dal proprio territorio);
- dall'efficacia del controllo esercitato dall'Ente locale sull'affidamento, che deve essere assoluto, con riferimento agli aspetti di natura gestionale e finanziaria. La società pubblica, in altri termini, è in una situazione di dipendenza totale dall'Ente locale e si configura come un'entità solo formalmente distinta dall'amministrazione stessa.

I numerosi interventi normativi descritti, sebbene tal volta discordanti, si caratterizzano comunque per la comune finalità di affermare una sostanziale liberalizzazione dei settori di pubblica utilità, quale presupposto per lo sviluppo di un adeguato livello di concorrenza dei relativi mercati. La concorrenza è una condizione essenziale per il miglioramento delle condizioni di fruizione del servizio per l'utente, in quanto determina possibilità di scelta tra alternative di fornitura in base a considerazioni di convenienza basate sul confronto prezzo/qualità del servizio.

*Tabella 1.1 – I principali interventi normativi in materia di liberalizzazione dei servizi locali di pubblica utilità.*

<b>Anno</b>	<b>Fonte normativa</b>	<b>Denominazione</b>	<b>Descrizione dell'intervento</b>
<b>1990</b>	Legge 8 giugno 1990, n. 142	Ordinamento delle Province e dei Comuni	Introduzione dell'art. 22 in materia di "Servizi pubblici locali"
<b>1999</b>	Disegno di Legge del Senato n. 4010 del 1999	Proposta di modifica della legge n. 142/1990	Modifica degli artt. 22 e 23 della legge n. 142/1990.
<b>2000</b>	D. L.vo 18 agosto 2000, n. 267	Testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali" - TUEL	Parte I - Titolo V: "Servizi e interventi pubblici locali".
<b>2001</b>	Legge 28 dicembre 2001, n. 448	Legge finanziaria per il 2002	Modifica dell'art. 113 del TUEL e introduzione dell'art. 113 bis.
<b>2003</b>	D.L. 30 settembre 2003, n. 269, poi convertito nella Legge 24 novembre 2004, n. 326	Disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e la correzione dell'andamento de conti pubblici	Integrazione delle modifiche apportare dalla legge finanziaria per il 2002
<b>2003</b>	Legge 24 dicembre 2003, n. 350	Legge finanziaria per il 2004	Integrazione delle modifiche apportare dalla legge finanziaria per il 2002

Come già affermato, il processo di liberalizzazione attivato in Italia sul finire del secolo scorso è ancora lontano dall'essere concluso e perfezionato. Non da meno, i livelli di concorrenza effettivamente conseguibili trovano limiti oggettivi nella presenza di alcune barriere all'entrata o in alcune caratteristiche intrinseche alle prestazioni.

Per tali ragioni, non è possibile ritenere che il processo di liberalizzazione dei settori di pubblica utilità possa autonomamente, e in base esclusivamente a logiche di mercato, permettere la diffusione di una reale concorrenza. Pertanto ai processi di apertura del mercato dei servizi di pubblica utilità devono necessariamente accompagnarsi politiche e interventi di regolamentazione, finalizzati a limitare i rischi di fallimento del mercato<sup>40</sup>.

Una volta comunque raggiunto un adeguato grado di liberalizzazione del settore in oggetto, i modelli competitivi non sempre sono in grado di impedire la formazione di squilibri economico-sociali, che genererebbero rilevanti differenziali con conseguenze sulla collettività e sull'intero sistema locale di riferimento.

L'introduzione di logiche di concorrenza nei settori di pubblica utilità non può pertanto prescindere da una parallela diffusione di meccanismi e di forme regolamentative, finalizzate a garantire a tutti gli utenti la possibilità di soddisfare i propri bisogni, riducendo gli ostacoli che possono impedirne il pieno ed equo godimento.

In altri termini, l'attività regolamentativa è giustificata dall'opportunità di tutelare il pubblico interesse e si connette ad un insieme di strumenti giuridici ed economici volti a garantire comportamenti corretti da parte degli operatori e tali da riflettere le tipicità della pubblica utilità dei servizi erogati anche in presenza di concorrenza (ad esempio: decisioni in materia di investimenti, di ingresso delle imprese sul mercato, prezzi, etc.).

L'amministrazione pubblica è pertanto chiamata a contemperare gli interessi pubblici e quelli privati, identificando di volta in volta tra gli stessi quelli che, in un'ottica di equilibrato sviluppo socio-economico, meritano maggiore tutela.

---

<sup>40</sup> Si pensi, ad esempio, alle numerose situazioni di monopolio naturale tipiche di alcuni servizi di pubblica utilità. In tali ambiti, risulta essenziale un intervento di regolamentazione che permetta la diffusione di condizioni favorevoli ad incrementare il livello di competizione, garantendo elevata contendibilità ai servizi erogati e alle aziende che li gestiscono.

In tale contesto di sviluppo del processo di liberalizzazione e di parallela diffusione di nuove logiche regolamentative, si sono ridefiniti gli ambiti di intervento e il ruolo ricoperto dagli Enti locali con riferimento alla gestione dei servizi di pubblica utilità. In effetti, il percorso avviato in Italia in seguito alle direttive europee in materia di apertura del mercato, riserva agli Enti locali le funzioni di indirizzo, vigilanza, programmazione e regolazione dell'attività di soggetti terzi, con la contemporanea introduzione di logiche di concorrenza tra gestori pubblici e privati.

L'attività di regolamentazione e controllo attribuita agli Enti locali sulla gestione dei servizi di pubblica utilità riguarda fundamentalmente quattro aspetti:

- le politiche di investimento in capo alle società che gestiscono i servizi locali;
- gli elementi e le modalità di esercizio delle azioni di controllo e verifica del rispetto degli obblighi di servizio;
- le modalità di formazione e di adeguamento tariffario;
- il grado di contendibilità delle imprese presenti sul mercato.

La regolamentazione delle politiche di investimento dei gestori dei servizi di pubblica utilità è motivata dalla propensione a massimizzare i benefici economici e sociali della collettività nell'allocazione delle risorse disponibili, in modo da indirizzare logiche di mercato verso risultati equi e socialmente più efficaci.

L'azione svolta da parte degli Enti locali di vigilanza e controllo sull'operato del soggetto chiamato ad esercitare la gestione dei servizi richiede elevati livelli di competenza ed il possesso di adeguati mezzi e soluzioni tecnologiche in grado di ridurre la strutturale asimmetria informativa esistente tra regolato e regolatore.

Inoltre, in regimi di erogazione dei servizi di pubblica utilità nei quali l'utente non dispone di una pluralità di alternative di scelta, le politiche di determinazione e di adeguamento tariffario non possono che essere demandate al regolatore. Si tratta di un soggetto terzo, che in questo modo esercita un ruolo di tutela degli interessi di utenti, che altrimenti avrebbero difficoltà a salvaguardare i propri diritti.

L'esigenza di garantire un elevato grado di contendibilità delle imprese presenti sul mercato, infine, promuove l'opportunità che le imprese contraddistinte da elevate rendite di posizione possano essere oggetto di modifiche negli assetti di proprietà e, di conseguenza, di maggiore e diversa spinta verso processi interni rivolti all'efficacia, all'efficienza e all'economicità.

La descritta tendenza a garantire la tutela delle esigenze espresse dalla collettività è ormai consolidata. Negli ultimi anni si è però assistito al superamento dell'impostazione adottata dal legislatore a partire dall'inizio del secolo scorso, in base alla quale la tutela pubblica era perseguita mediante il possesso totalitario<sup>41</sup>, o quantomeno maggioritario, del capitale delle imprese deputate all'erogazione dei servizi. Tale impostazione appare infatti non più adeguata in quanto frequentemente il passato ha dimostrato che la correlata attività regolamentativa si è rivelata inefficace, burocratica e solo parziale. In effetti, la stessa si è caratterizzata per l'orientamento a logiche di controllo essenzialmente formale, su singoli atti, operazioni o decisioni. È mancato per anni, in altri termini, un vero e proprio controllo congiunto sui sistemi decisionali, sull'attività svolta e sui risultati conseguiti.

Alla luce delle considerazioni proposte, ai fini di una efficace tutela della qualità dei servizi e dell'equità delle condizioni di erogazione, si è affermato progressivamente in capo all'Ente locale il ruolo di regolamentatore e "controllore". Tale inversione di direzione, che ad oggi appare l'unica vera alternativa, può essere efficacemente realizzata solo mediante la definitiva uscita degli Enti pubblici dal capitale delle società di servizi di pubblica utilità o, quanto meno, a seguito dell'estinzione dei privilegi attualmente ancora riconosciuti al proprietario pubblico.

---

<sup>41</sup> Scelta che ha costituito la soluzione su cui si sono fondate le scelte di nazionalizzazione delle imprese a partire dalla seconda metà del '60, in base a complesse ragioni giuridiche, di politica sociale, e di carattere anche economico.

Attualmente il nostro Paese sta vivendo una fase di transizione, caratterizzata da Enti locali che contemporaneamente esercitano il proprio ruolo di regolamentatori e di soci di maggioranza delle aziende regolamentate. Conseguentemente il soggetto pubblico è costantemente sottoposto alle pressioni contrapposte determinate dall'esigenza di decidere tra l'alternativa:

- di intervenire per contenere l'incremento delle tariffe o sollecitare lo sviluppo qualitativo di taluni servizi nell'esercizio del proprio ruolo di regolatore;
- di puntare sull'incremento del valore economico della propria partecipazione, sia in termini di conseguente dividendo da ricevere, sia in termini di maggior valore negoziale della propria partecipazione.

La situazione precedentemente descritta dovrebbe essere superata per ovvie ragioni nel più breve tempo possibile e dovrebbe rappresentare solamente una soluzione di passaggio verso un processo di più compiuta e diffusa liberalizzazione. In ottica prospettica, pertanto, si rende necessaria una progressiva e costante evoluzione da parte degli Enti locali verso l'esercizio del ruolo di regolamentatore, con la conseguente uscita dal capitale delle imprese pubbliche.

Le considerazioni precedentemente proposte – unitamente ad ulteriori riflessioni e necessità sia nazionali sia internazionali – sono alla base del processo di privatizzazione delle imprese pubbliche locali avviato sul finire del secolo scorso in Italia.

## 1.4 Il processo di privatizzazione delle aziende locali di pubblica utilità

A partire dalla fine degli anni '90 numerosi Enti locali italiani hanno progressivamente ceduto parte delle proprie quote del capitale sociale delle aziende municipalizzate operanti nei propri ambiti territoriali. Tale processo rientra a pieno titolo nel generale contesto politico-normativo delle privatizzazioni italiane, che ha interessato il Paese a partire dall'ultimo decennio del secolo scorso<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> La legge n. 127 del 1997 (cosiddetta legge Bassanini bis), nello stabilire le modalità con cui gli enti locali possono alienare le proprie partecipazioni nelle società per azioni che derivano dalla trasformazione per atto unilaterale delle ex-municipalizzate, rimanda al corpus normativo previsto per le operazioni di privatizzazione nazionale, con particolare riferimento alla Legge n. 474 del 30 luglio 1994.

Al riguardo, è possibile ricordare, tra le altre:

- la Legge n. 35 del 29 gennaio 1992 che ha convertito il Decreto Legge n. 386 del 5 dicembre 1991, con la quale il legislatore ha previsto la possibilità di trasformare in società per azioni gli Enti di gestione delle partecipazioni statali (IRI e ENI), gli altri Enti pubblici autonomi (IMI, INA, ENEL, etc.) e le aziende autonome statali; tale provvedimento normativo è stato seguito dalla Legge n. 359 dell'8 agosto 1992, di conversione del Decreto Legge n. 33 dell'11 luglio 1992, che ha disposto la trasformazione ex lege in società per azioni di: IRI, ENI, INA e ENEL, stabilendo la possibilità in capo al CIPE (Comitato Interministeriale per le Programmazione Economica) di deliberare la trasformazione in società per azioni di qualsiasi ente economico, indipendentemente dal proprio settore di attività;
- il "Programma di Riordino di IRI, IMI, ENI, INA, BNL, predisposto nel novembre del 1992 dall'allora Presidente del Consiglio Amato, programma che, pur non individuando le singole società da privatizzare ed i tempi entro cui attuare la loro cessione, costituisce il primo atto formale in cui vengono dettate le linee programmatiche del piano di arretramento dello Stato dall'intervento diretto nell'economia;
- la Delibera del CIPE del 30 dicembre 1992, in ordine alle procedure di dismissione, per le quali veniva previsto che le stesse "dovranno essere effettuate mediante: offerta pubblica di vendita [...], asta pubblica [...], trattativa privata".
- la Legge n. 474 del 30 luglio 1994, che costituisce il principale riferimento disciplinare sulle privatizzazioni e prevede le modalità mediante le quali possono essere cedute azioni di imprese pubbliche di proprietà diretta e indiretta dello Stato o degli Enti pubblici.

In tale periodo si è assistito in effetti all'emanazione di una serie di provvedimenti normativi e regolamentativi finalizzati a disciplinare un importante processo di privatizzazione delle imprese pubbliche che, nel corso di meno di un decennio, ha interessato la maggior parte del patrimonio industriale e finanziario statale<sup>43</sup>. Tale scelta mirava, oltre ad adeguare il sistema italiano ad una tendenza già diffusa negli altri paesi fondatori dell'Unione Europea, al perseguimento di tre obiettivi principali:

- la riduzione del debito pubblico: direttamente per mezzo della raccolta di risorse provenienti dalla cessione di partecipazioni, indirettamente nel caso di cessioni di società detenute da holding pubbliche (ad esempio: IRI, ENI), tali da trasferire agli acquirenti privati i debiti delle società pubbliche oggetto di cessione<sup>44</sup>;
- la riforma strutturale dell'economia italiana secondo il binomio privatizzazione-liberalizzazione, con la creazione di nuovi poli finanziari e industriali privati, nonché con l'allargamento ed il rafforzamento del mercato borsistico nazionale perseguibile mediante la diffusione dell'azionariato ed il collocamento sul mercato mobiliare di una parte del capitale delle imprese pubbliche;
- il recupero per le aziende pubbliche di una cultura manageriale orientata al mercato, alla competitività, all'economicità, all'efficacia ed all'efficienza

---

<sup>43</sup> All'inizio degli anni '90 si assiste all'affermazione di una trasversale crisi del sistema delle partecipazioni statali, che fece emergere due aspetti fondamentali dello scenario italiano: da un lato, un sistema industriale caratterizzato dall'anomala e spesso inefficiente presenza pubblica nei settori più disparati dell'economia; dall'altro lato, l'insufficienza del controllo attribuito al sistema finanziario, determinata dalle modeste dimensioni del mercato azionario e dalla scarsa presenza di investitori istituzionali.

<sup>44</sup> Nella Relazione del Presidente dell'Autorità Garante della concorrenza del 7 maggio 1996 si legge che "le privatizzazioni effettuate nel corso del triennio 1992 – 1995 hanno consentito al Ministero del Tesoro, all'IRI e all'ENI di incassare circa 35.000 miliardi di lire, una cifra ragguardevole anche in relazione alle esperienze di privatizzazione effettuate all'estero nello stesso periodo".

gestionale, contrapposta alle precedenti diffuse logiche dettate da criteri e valutazioni di carattere prevalentemente burocratico e politico.

Nonostante l'efficace conseguimento degli obiettivi delineati dal legislatore necessitasse di un vero e proprio processo di dismissione delle partecipazioni statali a favore di un numero più o meno ampio di soggetti privati, il processo di privatizzazione italiano si è caratterizzato per la compresenza di fenomeni riconducibili a due fattispecie di privatizzazione: quella formale e quella sostanziale.

La privatizzazione formale, altrimenti denominata privatizzazione dell'assetto giuridico, consiste nella semplice trasformazione degli enti pubblici economici in società di capitali. Tale forma, pur presentando alcuni effetti positivi, non realizza di per sé una vera e propria apertura del capitale e non permette di trasferire il controllo delle aziende a terzi soggetti privati.

Si noti comunque che al fine di trasferire effettivamente il capitale di comando delle aziende pubbliche a soggetti privati, la privatizzazione formale risulta un elemento prodromico, in quanto gli enti pubblici trasformati in società di capitali sono soggetti ad una serie di modifiche strutturali-organizzative, funzionali alla successiva dismissione. In effetti, in seguito al processo di privatizzazione formale le imprese privatizzate:

- sono soggette all'applicazione delle norme del codice civile in materia di bilancio d'esercizio e di comunicazione economico-finanziaria, elementi che dovrebbero garantire una maggiore trasparenza e leggibilità dei risultati gestionali, anche ai fini delle valutazioni di convenienza di investimento operate dai potenziali acquirenti;
- devono rispettare quanto previsto dal codice civile con riferimento al capitale sociale. Pertanto le imprese privatizzate devono operare secondo logiche di economicità, tali da garantire adeguati risultati reddituali ed equilibri patrimoniali-finanziari, al fine di evitare eventuali erosioni del patrimonio aziendale;
- devono perseguire lo scopo di lucro.

Alla luce delle precedenti considerazioni, è possibile affermare che i processi di privatizzazione formale costituiscono un passaggio ineludibile nella direzione di successive privatizzazioni sostanziali ma devono rappresentare solamente la prima fase di un più ampio processo finalizzato al collocamento sul mercato di partecipazioni totalitarie, o quanto meno maggioritarie, delle aziende privatizzate. Infatti, solo in questo ultimo caso è possibile modificare il soggetto economico d'impresa, trasformandolo da pubblico a privato.

In Italia sono stati frequenti i fenomeni di privatizzazione parziale, tali da trasferire a soggetti privati solamente quote minoritarie del capitale di aziende pubbliche. Ciò ha di fatto escluso la modifica della natura del soggetto economico, rimasto prevalentemente pubblico<sup>45</sup>.

Il ricorso a forme di privatizzazione parziale è stato tipicamente operato nel caso delle imprese locali di pubblica utilità. Gli Enti locali hanno in prima battuta trasformato con atto unilaterale le aziende municipalizzate in società di capitali, spesso società per azioni. Successivamente gli enti ne hanno ceduto quote minoritarie del capitale sociale a privati, garantendosi il controllo, quantomeno sostanziale, delle imprese. Per effetto dell'operazione descritta, gli Enti locali hanno da un lato diminuito il proprio impegno finanziario nelle società un tempo esclusivamente pubbliche e dall'altro lato hanno stimolato l'apporto nelle stesse di competenze imprenditoriali e manageriali da parte dei soggetti privati entrati a far parte della compagine sociale.

Nell'ambito del processo di privatizzazione sostanziale realizzato in Italia, il legislatore nazionale ha espressamente escluso le cessioni di quote detenute da enti pubblici, compresi quelli locali, dalle fattispecie previste dalle leggi e dai

---

<sup>45</sup> Questa politica di disinvestimento è stata generalmente utilizzata per raggiungere obiettivi di riorganizzazione degli assetti proprietari, orientati ad ottenere un maggiore equilibrio tra socio pubblico e soci privati, ma anche più semplicemente, in base a logiche esclusivamente finanziarie. Per tali ragioni spesso queste forme di privatizzazione vengono definite "fantasma".

regolamenti relativi alla contabilità generale dello Stato<sup>46</sup>. Ciò al fine di massimizzare il gettito per l'erario, di contenere i costi delle operazioni e di esecuzione le alienazioni con rapidità. Conseguentemente, l'ente pubblico che intende cedere una quota detenuta in una società, può ricorrere ad una delle seguenti fattispecie:

- la quotazione sul mercato dei capitali;
- la cessione ad uno o pochi soggetti privati, individuati mediante trattativa diretta e/o gara pubblica.

Il percorso che prevede il collocamento delle azioni dell'impresa pubblica sul mercato di borsa è stato, in genere, adottato dalle imprese di maggiori dimensioni (talvolta contestualmente a cessioni di parte del capitale a singoli soggetti privati) e ad oggi rappresenta probabilmente l'esperienza più significativa nel campo delle dismissioni operate dagli enti pubblici locali. Il principale obiettivo di tale forma di privatizzazione è riconducibile alla volontà di allargare la compagine sociale dell'impresa quotata ad un elevatissimo numero di investitori privati, anche al fine di stimolare la crescita del mercato borsistico nazionale. Inoltre, nell'ottica del perseguimento di meccanismi concorrenziali nei mercati nei quali le imprese oggetto di privatizzazione operano, tale forma di dismissione garantisce dinamiche evolutive dell'assetto strutturale dei settori di appartenenza più neutrali, rispetto all'ipotesi di cessione ad un diretto concorrente o ad un terzo soggetto operante in altri settori e potenzialmente capace di sfruttare eventuali interrelazioni e sinergie orizzontali.

La seconda fattispecie prevista dal legislatore consiste nella cessione del controllo di un'impresa pubblica ad uno specifico soggetto privato, individuato mediante una vera e propria negoziazione che può assumere la forma della trattativa privata o della gara pubblica. L'operazione in oggetto è stata giustificata nei soli casi in cui vi siano "interessi pubblici di particolare rilevanza" non adeguatamente tutelabili con i meccanismi della quotazione. Anche in tal caso, comunque, è stata più volte ribadita

---

<sup>46</sup> Cfr: Legge n. 474 del 1994 e Legge n. 127 del 1997.

l'essenzialità del rispetto di puntuali criteri di trasparenza e di equità. Inoltre, con riferimento alla determinazione del prezzo di privatizzazione, è stato sottolineato che lo stesso deve riflettere "la significatività per l'acquirente della quota di capitale sociale oggetto dell'operazione di dismissione". Tale modalità di dismissione appare economicamente efficace dal punto di vista del venditore, in quanto di norma permette l'ottenimento delle migliori condizioni in termini di prezzo. La stessa è però stata criticata per le potenziali ricadute sul sistema competitivo, atteso che nella maggior parte dei casi i soggetti privati acquirenti operano già nei mercati di riferimento e pertanto, in seguito alle operazioni di acquisizione in oggetto, possono conquistare posizioni privilegiate a discapito dei meccanismi concorrenziali.

Una fattispecie particolare di cessione delle quote pubbliche mediante trattativa privata consiste nella vendita del capitale sociale delle ex imprese pubbliche ai manager e ai dipendenti aziendali<sup>47</sup>. Tale forma, pur riscontrando un considerevole interesse a livello internazionale (prevalentemente nei paesi anglosassoni), non ha avuto molto successo in Italia<sup>48</sup>.

Nell'ambito delle società eroganti servizi di pubblica utilità, la scelta operata in merito a quali forme di dismissione adottare ha dovuto contemperare due esigenze:

- da un lato, il processo di privatizzazione ha affiancato il già descritto processo di liberalizzazione e regolamentazione dei settori di pubblica utilità. Per tale ragione, la cessione delle quote di public utility a singoli soggetti privati

---

<sup>47</sup> Tali soggetti normalmente finanziano la maggior parte dell'acquisizione con un pacchetto di debiti in capo all'azienda da acquistare, che verranno rimborsati usando il flusso finanziario generato dalla gestione aziendale oppure attraverso la dismissione di aree di business o disinvestimenti di attività aziendali.

<sup>48</sup> Tranne casi italiani quali VM Spa di Cento di Ferrara, tali forme di privatizzazione non hanno avuto molto successo in quanto adeguati soprattutto per le aziende pubbliche di minori dimensioni (quali ad esempio le farmacie comunali e le centrali del latte), per le quali l'investimento iniziale è relativamente contenuto.

appariva inadeguata, in quanto avrebbe contrastato con gli obiettivi di diffusione nei mercati di riferimento di logiche concorrenziali;

- dall'altro lato, risultava di vitale importanza proteggere le aziende neo-privatizzate, soprattutto in un mercato finanziario all'epoca strutturalmente modesto, da rischi di scalate e contro-scalate ostili che avrebbero potuto mettere in discussione la stabilità delle imprese privatizzate, minandone il ruolo e la funzione sociale.

A quanto sopra, si aggiunga infine che gli enti pubblici di riferimento risultavano fortemente interessati a mantenere il controllo delle public utility sia per ragioni di carattere socio-politico, sia per ragioni economiche, atteso che sempre più frequentemente le public utility privatizzate si sono distinte per essere realtà in grado di distribuire notevoli volumi di dividendi.

Proprio alla luce delle considerazioni proposte, lo scenario italiano relativo alla privatizzazione delle public utility si è distinto per aver optato per la via del collocamento in borsa del capitale sociale, unitamente alla previsione di strumenti specifici finalizzati a garantire agli Enti locali il mantenimento del controllo sul governo della gestione strategica dell'azienda privatizzata, anche successivamente alla cessione di parte delle quote del capitale.

In particolare, il legislatore ha previsto meccanismi finalizzati a garantire nuclei stabili di governo, nell'ambito dei quali l'ente pubblico di riferimento ha mantenuto un ruolo di assoluto rilievo, in quanto dotato di un "diritto aggiuntivo", studiato secondo il meccanismo anglosassone della *golden share*. Tali poteri speciali sono finalizzati ad evitare che il controllo di imprese giudicate di particolare valore strategico, per il tipo di servizio erogato o per le dimensioni organizzative raggiunte, possa essere esercitato da soggetti privati in modo da pregiudicare l'interesse pubblico, nazionale o locale.

Nell'ambito dei poteri speciali previsti in capo all'ente pubblico, si ricordano:

- la facoltà di gradimento all'assunzione di partecipazioni rilevanti, cioè uguali o superiori al 5% del capitale sociale, da parte di singoli soggetti, nuclei familiari e sindacati azionari;
- la facoltà di gradimento, da rilasciarsi espressamente quale condizione di validità, alla conclusione di stipulazioni patrizie tramite le quali sia superata la soglia minima del 5% del capitale sociale;
- il potere di veto a delibere societarie concernenti lo scioglimento o la liquidazione delle società, il trasferimento dell'azienda, anche per fusione o scissione, il trasferimento della sede sociale all'estero, il cambiamento dell'oggetto sociale o modifiche statutarie che possano abrogare o ostacolare l'esercizio di tali poteri;
- il potere di nomina di almeno un amministratore o di un numero di amministratori non superiore ad un quarto dei membri dell'organo amministrativo e di un componente dell'organo di controllo.

L'opportunità di prevedere forme di golden share attribuite al soggetto pubblico (e di conseguenti condizionamenti alla libertà di governo per il soggetto privato) è stata al centro di numerosi confronti socio-politici, nell'ambito dei quali molti osservatori hanno sostenuto che questo istituto abbia spesso condizionato negativamente l'esito del processo di privatizzazione di molte imprese pubbliche. In effetti, l'esercizio da parte dei soggetti pubblici dei diritti connessi alle golden share costituisce, di fatto, una limitazione al pieno controllo dell'impresa dei privati. In base a tale impostazione, l'esistenza di una golden share deprimerebbe il valore economico riconosciuto per le quote di maggioranza del capitale sociale (per le quali solitamente se ne otterrebbe un premio), in quanto di fatto risulterebbe una maggioranza formale ma non sostanziale. Inoltre l'assenza di un controllo effettivamente pieno di una società ne ridurrebbe il valore strategico per l'investimento.

Indipendentemente dalle specificità e dalle differenti forme previste, il processo di privatizzazione delle imprese eroganti servizi di pubblica utilità ha chiamato le stesse a ridefinire profondamente le proprie finalità, il proprio assetto istituzionale, nonché i

propri principi gestionali ed il relativo contesto organizzativo. Tale considerazione acquisisce maggior valore per i casi di privatizzazione sostanziale in senso stretto, caratterizzati da un reale passaggio dal soggetto economico pubblico al soggetto economico privato.

L'allargamento dei soggetti che partecipano all'attività dell'impresa, la ridefinizione del ruolo ricoperto dall'ente pubblico di riferimento, la sovrapposizione tra utenza e collettività, sono elementi che nel loro insieme hanno fortemente mutato le attese convergenti nelle public utility con riferimento all'operato aziendale e alla correlata capacità dell'impresa di remunerare congruamente i contributi ricevuti.

La crescente complessità della gestione del consenso degli interlocutori aziendali ha di fatto imposto la ridefinizione da parte delle public utility privatizzate del proprio assetto istituzionale<sup>49</sup> al fine di garantire un'adeguata congruità tra i contributi ricevuti dall'impresa e le ricompense da questa erogate. Ciò risulta infatti essenziale per mantenere nel tempo un consenso solido e duraturo sull'operato aziendale, elemento strettamente funzionale alla sopravvivenza ed allo sviluppo qualitativo e quantitativo.

La ridefinizione delle finalità istituzionali delle imprese privatizzate è intervenuta anche a livello di valori e criteri gestionali, al fine di adeguare gli stessi al corretto sviluppo dei singoli sistemi aziendali. Si è assistito, in altri termini, ad un recupero di aziendalità, atteso che è opinione condivisa che le imprese pubbliche italiane si siano caratterizzate a partire dalla seconda metà del '900 per non aver più perseguito gli obiettivi tipicamente aziendali della durabilità e dell'autonomia).

---

<sup>49</sup> L'assetto istituzionale di un'impresa è dato dalla configurazione assunta da quattro elementi: 1. i soggetti, cioè le persone e i gruppi di persone che partecipano in via diretta e/o indiretta all'impresa; 2. i contributi apportati allo svolgimento dell'attività d'impresa; 3. le ricompense che i soggetti ricevono in cambio del loro contributo; 4. le strutture e i meccanismi che collegano soggetti, contributi e ricompense in un equilibrio dinamico. Cfr. Airoidi G., Brunetti G, Coda V. (1994), Economia aziendale, Bologna, Il Mulino.

Le public utility locali sono state infatti stimolate a reintrodurre gli elementi tipici dell'imprenditorialità, dell'autonomia decisionale del governo dell'impresa rispetto a terze economie e dell'autonomia economica dell'azienda in ottica di vita duratura.

Da ultimo, si noti che il processo di privatizzazione delle public utility locali italiane ha affiancato i precedentemente descritti interventi legislativi in materia di liberalizzazione e regolamentazione dei settori dei servizi di pubblica utilità. Questi ultimi provvedimenti hanno apportato significative trasformazioni nella struttura e nelle relazioni competitive dei singoli settori e hanno cercato di eliminare le logiche monopolistiche precedentemente esistenti. Di conseguenza, le realtà privatizzate sono state stimolate a sviluppare nuovi approcci di governo strategico dei mercati, secondo dinamiche concorrenziali e di confronto competitivo con le altre realtà operanti nei rispettivi settori, pur nel rispetto di specifici interventi regolamentativi giustificati dal ruolo sociale rivestito dai servizi erogati (si pensi, ad esempio, alle imposizioni tariffarie, agli *standards* quantitativi e qualitativi dei servizi erogati, agli obblighi a contrarre e alla continuità territoriale e temporale).

Nell'ambito delle mutate condizioni intervenute in Italia negli ultimi venti anni in seguito al binomio liberalizzazione-privatizzazione, assume particolare interesse l'analisi dei sistemi di governo aziendale adottati dalle public utility locali privatizzate, sia in termini di principi e strutture, sia in termini di processi e attività di governance, al fine di individuare quali siano le scelte in materia che meglio possano rispondere a logiche di efficace ed efficiente governo aziendale.



## CAPITOLO 2

### CORPORATE GOVERNANCE E PRIVATIZZAZIONE

SOMMARIO: 2.1. Privatizzazione e finalità istituzionali delle imprese locali di pubblica utilità – 2.2. Privatizzazione e dimensioni di successo aziendali – 2.3. Privatizzazione e corporate governance – 2.4. Privatizzazione e prerogative di indirizzo degli enti locali

#### **2.1 Privatizzazione e finalità istituzionale delle imprese locali di pubblica utilità**

Il processo di privatizzazione delle imprese locali di pubblica utilità, avviato in Italia sul finire del secolo scorso, si è caratterizzato per la compresenza di fenomeni riconducibili a due fattispecie di privatizzazione: quella formale e quella sostanziale<sup>1</sup>.

La privatizzazione formale consiste nella semplice trasformazione degli enti economici pubblici in società di capitali e per tale ragione è nota anche come privatizzazione dell'assetto giuridico. La privatizzazione sostanziale si realizza, invece, con il trasferimento del capitale di comando dell'impresa dall'ente pubblico di riferimento a uno o più soggetti privati.

Di fatto, i processi di privatizzazione formale rappresentano un passaggio essenziale per giungere ad un'efficace privatizzazione sostanziale. In effetti, la recente evoluzione che ha caratterizzato le aziende italiane di public utilities, di norma, ha registrato fenomeni di privatizzazione in senso stretto intervenuti solo in seguito a precedenti processi di privatizzazione dell'assetto giuridico.

Nel complesso, la trasformazione dell'assetto giuridico ed il successivo trasferimento del capitale di controllo a soggetti privati, impongono profonde

---

<sup>1</sup> Per un approfondimento sulla distinzione tra privatizzazione formale e privatizzazione sostanziale si rinvia al paragrafo 1.4 del presente scritto.

modifiche nell'assetto aziendale e nei rapporti tra l'impresa e l'ambiente nel quale essa opera. La privatizzazione trasforma un istituto pubblico territoriale in un'impresa<sup>2</sup>, intervenendo sulle finalità e sui principi di funzionamento aziendale, nonché sulle logiche di sopravvivenza e di sviluppo dell'istituto stesso.

Il fine istituzionale di una qualsiasi azienda pubblica, ordine economico degli istituti pubblici territoriali, è configurabile nell'appagamento dei bisogni pubblici detenuti dalle persone appartenenti alla collettività di riferimento, in un'ottica di progresso sociale ed economico del territorio. Tale finalità, alla luce della meritevolezza dei bisogni detenuti dalla collettività, è perseguita mediante la produzione e l'erogazione di beni economici di pubblica utilità.

Durante il secolo scorso, non di rado, le aziende pubbliche italiane si sono caratterizzate per un'eccessiva disattenzione alle basilari logiche di convenienza economica nello svolgimento della propria attività di produzione e di erogazione di beni economici di pubblica utilità. Conseguentemente, si è assistito spesso a istituti pubblici territoriali fortemente inefficienti ed incapaci di funzionare in autonomia rispetto agli enti pubblici di riferimento. L'acuirsi della situazione descritta ha stimolato, unitamente ad altri elementi, il processo di privatizzazione in oggetto,

---

<sup>2</sup> Nel presente lavoro si accoglie la distinzione formulata da C. Masini, poi rielaborata da numerosi altri Autori, secondo la quale gli istituti economici possono essere così classificati:

- Le famiglie, istituti primari della società umana, caratterizzate da finalità dominanti di ordine sociale, etico e religioso che si combinano anche con fini economici, consistenti nell'appagamento dei bisogni delle persone che la compongono.
- Le imprese, istituti economico-sociali di produzione ed erogazione di beni economici, con dominanti caratteri e finalità di tipo economico.
- Gli istituti pubblici territoriali, istituti con finalità sia economiche sia non-economiche tese al progresso sociale della collettività di riferimento. Tali istituti intervengono nella produzione di beni economici, tra i quali rilevano quelli di pubblica utilità, in seguito alla meritevolezza dei bisogni che tali beni sono in grado di soddisfare.

Al riguardo si rinvia a C. Masini (1979), *Lavoro e Risparmio*, Torino, UTET; G. Airoidi, G. Brunetti e V. Coda (1994), *Economia Aziendale*, Bologna, Il Mulino.

ritenuto uno strumento idoneo per trasferire anche in tali realtà produttive le logiche economico-aziendali tipiche del governo d'impresa.

Per le imprese private, a differenza delle aziende pubbliche, la produzione e l'erogazione di beni economici non rappresenta il fine, bensì il mezzo mediante il quale poter raggiungere la propria finalità istituzionale.

Ad evidenza, tutte le aziende (private e pubbliche, profit oriented e non profit), considerate singolarmente, rappresentano una «coordinazione economica in atto, costituita e retta per il soddisfacimento dei bisogni umani<sup>3</sup>». Pertanto anche le imprese private sono costituite e sviluppate per soddisfare i bisogni umani. Al riguardo, le principali differenziazioni tra le aziende a capitale privato e quelle pubbliche sono riconducibili all'individuazione dei gruppi rilevanti di soggetti i cui bisogni devono essere soddisfatti ed alle modalità di conseguimento dell'equilibrio economico.

Le aziende pubbliche sono infatti rivolte al soddisfacimento dei bisogni della collettività ritenuti meritevoli, ed in tal senso dovrebbero destinare – secondo modalità ottimali – le risorse prodotte ed ottenute. Di conseguenza, l'attività aziendale presuppone l'efficace ed efficiente impiego delle risorse disponibili per l'ottimizzazione dei servizi erogati, al fine del miglior soddisfacimento dei bisogni pubblici della collettività.

Le imprese private, invece, sono orientate al soddisfacimento delle attese di coloro dai quali hanno ricevuto le risorse impiegate nell'attività economica, secondo condizioni idonee a garantire: la massimizzazione della capacità di creazione di valore, nel rispetto dell'equilibrio patrimoniale e finanziario; la corretta assunzione delle responsabilità sociali ed ambientali.

---

<sup>3</sup> G. Zappa (1927), *Tendenza nuove negli studi di ragioneria*, Milano, Istituto Editoriale Scientifico.

L'impresa, infatti, può essere definita quale unità economica diretta alla combinazione dei diversi fattori produttivi per l'ottenimento di risultati. La combinazione dei fattori produttivi si sostanzia in un insieme di attività coordinate e correlate (realizzazione di operazioni di trasformazione fisico-tecnica e operazioni di negoziazione di capitale di rischio, di lavoro, di capitale di prestito, di beni e servizi, ecc.) che nella loro unitarietà configurano l'attività economica dell'impresa<sup>4</sup>.

L'affermazione, la sopravvivenza e lo sviluppo dell'impresa sono condizionate dalla capacità della stessa di impiegare correttamente nella propria attività economica le risorse, che possono essere acquisite all'esterno, presso l'ambiente nel quale l'impresa opera, ovvero possono essere prodotte internamente. L'ottenimento dall'esterno di risorse quantitativamente e qualitativamente adeguate è principalmente condizionato dalla capacità dell'impresa di istituire positive relazioni con i soggetti che operano nell'ambiente e che detengono le risorse di cui essa necessita. A loro volta, le citate relazioni positive dipendono dal consenso ottenuto dall'ambiente in relazione all'immagine aziendale, ai comportamenti adottati ed alle informazioni diffuse, ma soprattutto alla capacità dimostrata di remunerare adeguatamente le risorse ricevute. Si instaura pertanto una relazione di mutua dipendenza tra risorse, attività e risultati, dalla cui corretta ed efficace evoluzione dipendono le potenzialità di crescita e di sviluppo dell'impresa nell'ambiente.

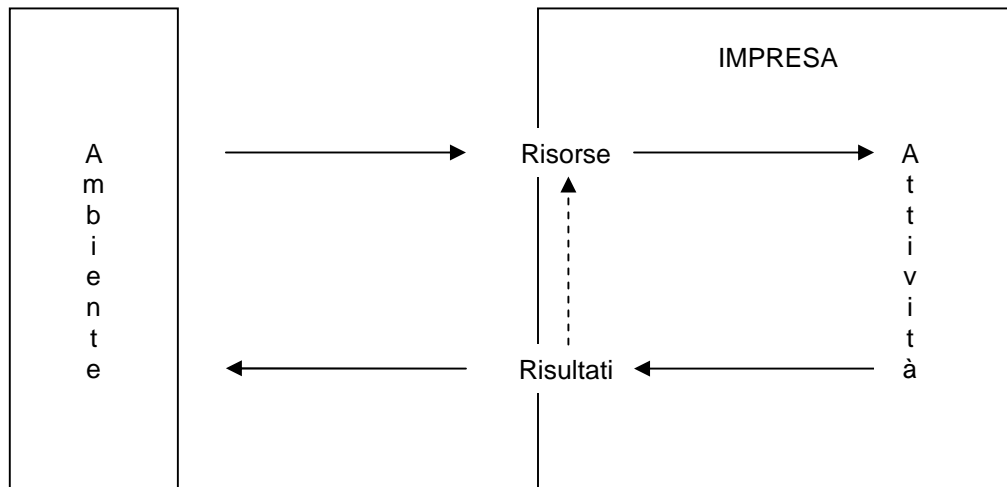
L'impresa può dunque "intendersi come un insieme di risorse, di attività e di risultati, tra loro strettamente interrelati in una continua successione di relazioni di causalità variamente rispondenti a logiche di affermazione e di sviluppo nell'ambiente<sup>5</sup>".

---

<sup>4</sup> L'attività economica aziendale è un insieme di operazioni, che derivano dallo svolgimento di più attività elementari e che configurano i processi che a loro volta generano le combinazioni generali aziendali. Per un approfondimento della tematica, si rinvia a G. Airoidi, G. Brunetti e V. Coda, *Economia Aziendale*, op. cit..

<sup>5</sup> D.M. Salvioni (1997), *Il Sistema di controllo della gestione*, Torino, Giappichelli Editore.

**Figura 2.1.** – *Le relazioni principali tra risorse, attività e risultati.*



*Fonte: D.M. Salvioni (1997), Il sistema di controllo della gestione, op. cit..*

Il processo di privatizzazione, introducendo i meccanismi descritti anche nelle imprese di pubblica utilità, genera un ampliamento degli interlocutori con cui le diverse realtà devono confrontarsi, ne modifica il relativo peso al fine del mantenimento di un solido e duraturo consenso ed aumenta l'importanza della capacità dell'impresa di soddisfare coloro che conferiscono risorse.

Le imprese privatizzate, pertanto, sono chiamate a combinare le specificità dei beni economici di pubblica utilità (riconducibili alla loro capacità intrinseca di soddisfare bisogni meritevoli della collettività) e dei vincoli di servizio cui tali beni sono soggetti (di prezzo, di qualità, di copertura del territorio, ecc.), con lo sviluppo di precise capacità di reperire nell'ambiente le risorse necessarie per la realizzazione dell'attività economica e di generare risultati idonei a soddisfare l'articolato insieme di interessi convergenti in ciascuna unità operativa.

Le descritte modifiche che intervengono negli assetti istituzionali e nelle finalità delle imprese locali di pubblica utilità comportano una conseguente profonda revisione delle logiche di funzionamento aziendale, considerato che il successo aziendale non è più riconducibile esclusivamente alla capacità di produrre e di erogare beni economici di pubblica utilità. Esso è invece individuabile nell'idoneità dell'attività economica dell'impresa di generare risultati in grado di soddisfare

convenientemente le attese dei conferenti di risorse e tali da poter essere valutati positivamente dall'ambiente.

In linea generale, tutti i soggetti che cedono all'azienda le proprie risorse sono detentori di attese economiche circa l'operato dell'impresa e la capacità della stessa di remunerare congruamente le risorse che hanno conferito. Specificamente, le attese detenute dai conferenti di risorse possono essere classificate in funzione della tipologia di condizione produttiva ceduta; in proposito le risorse possono essere distinte in primarie e secondarie.

Le condizioni produttive primarie, rappresentate dal capitale di rischio e dal lavoro, sono indispensabili: il loro venire meno esclude per l'impresa la possibilità di operare e di esistere. Si ricorda che per gli istituti pubblici territoriali solo il lavoro si configura quale risorsa primaria: l'assetto giuridico di tali aziende si caratterizza per l'assenza di un autonomo capitale e per la commistione tra risorse dell'istituto stesso e risorse dell'ente pubblico di riferimento<sup>6</sup>.

Il soddisfacimento delle attese<sup>7</sup> detenute da coloro che cedono le risorse primarie – e che quindi partecipano direttamente all'azienda – dovrebbe configurarsi quale fine istituzionale<sup>8</sup> dell'impresa.

---

<sup>6</sup> Fino a pochi anni fa era previsto che la produzione di beni economici di pubblica utilità fosse collegata ad aziende speciali, che per quanto distinte dall'amministrazione ordinaria del Comune ad esso erano strettamente legate dal momento che gli utili netti accertati venivano devoluti al bilancio ordinario comunale, mentre le perdite erano coperte con la parte straordinaria della spesa del bilancio comunale.

<sup>7</sup> Le attese detenute dai conferenti di capitale sociale possono essere sintetizzate nella periodica remunerazione del capitale conferito e nell'accrescimento nel tempo del valore del capitale investito. Le attese dei prestatori di lavoro sono invece riconducibili ad adeguati livelli di remunerazione nel tempo delle prestazioni lavorative unitamente a garanzie in termini di occupazioni durature, ambienti di lavoro conformi alle esigenze umane e opportunità di crescita professionale.

<sup>8</sup> Afferma C. Masini in Lavoro e Risparmio (op. cit.): "Il soggetto d'istituto è costituito dall'insieme delle persone cui fanno capo tutti i fini istituzionali. [...] Quando tra i fini istituzionali assumono una certa rilevanza i fini economici, il soggetto d'istituto può essere considerato anche nella qualificazione di economico, [...] si ricorre allora all'espressione

Il processo di privatizzazione impone alle aziende l'individuazione di un nuovo ordine di priorità in cui si pongono i soggetti i cui interessi devono essere soddisfatti, data la dipendenza della costituzione e dello sviluppo della stessa in primo luogo dalla capacità di attrazione di capitale di rischio e di lavoro. I conferenti di capitale di rischio ed i prestatori di lavoro rappresentano, in effetti, il soggetto economico d'impresa le cui attese tendono a costituire le finalità istituzionali dell'impresa.

Le risorse primarie, sebbene essenziali, non sono però sufficienti per la realizzazione dell'attività d'azienda. L'impresa deve saper reperire anche risorse secondarie, destinate ad essere combinate con i fattori produttivi primari nei processi tipici dell'attività d'impresa. La sfera delle attese da considerare nello sviluppo degli indirizzi aziendali tende di conseguenza ad ampliarsi, imponendo all'impresa di considerare non solo le attese degli interlocutori che hanno conferito risorse primarie, ma anche le attese di coloro che hanno ceduto risorse secondarie.

Il soddisfacimento nel lungo termine delle attese detenute dai conferenti di risorse primarie può quindi essere efficacemente perseguito solo se gli interessi particolari di tali interlocutori sono sottomessi ad una condotta aziendale che sia in grado di

---

soggetto economico per offrire l'evidenza alla qualificazione medesima. [...] Il soggetto economico di un istituto, quindi anche dell'azienda ordinamento economico dell'istituto stesso, è l'insieme delle persone nell'interesse delle quali l'istituto è posto in essere e governato: sono membri del soggetto economico le persone cui pervengono gli interessi istituzionali economici che fanno capo all'azienda di quel istituto, detti con altra espressione interessi economici interni.

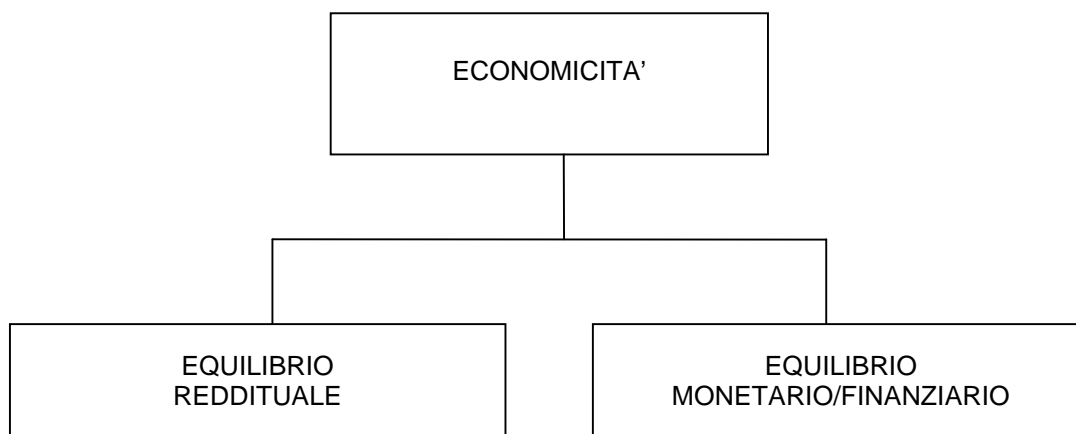
L'accezione di soggetto economico, e quindi degli interessi il cui soddisfacimento deve configurarsi quale finalità istituzionale dell'azienda, proposta ed accolta nel presente scritto non è l'unica formulata dalla dottrina economico aziendale. P. Onida afferma infatti che "chiamiamo soggetto economico dell'azienda la persona o il gruppo di persone che di fatto ha ed esercita il supremo potere nell'azienda" in *Economia Aziendale*, Torino, Utet, 1965. Di fatto, secondo l'Onida il soggetto economico coincide con i conferenti di capitale: "il soggetto economico deriva il suo potere da condizioni riguardanti la proprietà del capitale proprio investito nell'azienda, ma non coincide necessariamente con il titolare di questa". In effetti, secondo l'Autore, partecipano al soggetto economico solo i titolari di capitale sociale che detengono la maggioranza dei voti in assemblea e che quindi possono attivamente indirizzare la gestione dell'impresa.

soddisfare nel breve termine tutte le attese convergenti in azienda, secondo condizioni di durabilità e di autonomia economica.

Per le imprese privatizzate, l'adozione di una condotta aziendale improntata al rispetto del principio generale della vita economica duratura è un processo di cambiamento complesso e non sempre di facile attuazione. Frequentemente tali realtà si sono caratterizzate per aver sviluppato processi produttivi ed erogativi senza adottare logiche di governo orientate all'efficienza produttiva e all'autonomia economica. Infatti, i casi di interventi pubblici finalizzati alla copertura delle ingenti perdite generate dall'attività economica di tali aziende antecedentemente alla privatizzazione sono stati numerosi, e talvolta costanti.

Le imprese privatizzate, per operare in ottica duratura e autonoma, devono basare la propria attività sulle logiche dell'economicità, insieme di indicazioni vincolanti che esplicitano i presupposti di base per il conveniente e continuo perseguimento delle finalità aziendali.

*Fig. 2.2 – Le condizioni di economicità*



In particolare, il perseguimento della durabilità e dell'autonomia d'impresa – e quindi della capacità di soddisfare nel tempo coloro che hanno conferito risorse – è strettamente dipendente dal corretto orientamento dell'attività economica aziendale verso il mantenimento congiunto di situazioni di equilibrio reddittuale e monetario-finanziario, tra loro strettamente interrelate.

L'equilibrio reddituale, tra componenti positivi e negativi del reddito aziendale, si sostanzia nella capacità di remunerare adeguatamente le risorse che sono state raccolte dall'ambiente. L'equilibrio monetario-finanziario concerne il raggiungimento sistematico dell'equilibrio tra fabbisogno e situazione finanziaria. La dinamica monetaria-finanziaria deve pertanto assumere andamenti tali da non generare fabbisogni eccedenti la capacità di ottenere mezzi finanziari aggiuntivi secondo convenienza, nel rispetto delle condizioni di sviluppo, di elasticità e di autonomia perdurante<sup>9</sup>.

Il principio di economicità dovrebbe pertanto configurarsi quanto un vincolo generale per l'azienda, al quale sottomettere anche le attese degli interlocutori primari. Infatti, eccessiva attenzione alle istanze di tali conferenti di risorse, e soprattutto l'eccessiva remunerazione nel breve termine del capitale di rischio, potrebbe compromettere la capacità dell'azienda di funzionare in autonomia nel tempo. L'attività economica richiede la massimizzazione della capacità di creazione di valore, nel rispetto della conveniente remunerazione dei fattori produttivi impiegati e nell'interesse di tutti i conferenti di risorse, in primo luogo di coloro che conferiscono le risorse primarie.

---

<sup>9</sup> Al riguardo, si rinvia a D.M. Salvioni, *Il Sistema di controllo della gestione*, op. cit..

## **2.2 Privatizzazione e dimensioni di successo aziendali**

Il processo di privatizzazione, intervenendo sull'assetto istituzionale, sulle finalità e sulle logiche di funzionamento dell'impresa, comporta una modificazione anche a livello di priorità delle diverse dimensioni di successo aziendale. In passato le aziende, in quanto pubbliche, ponevano particolare enfasi sul successo sociale, raggiungibile con riferimento alla capacità di equo soddisfacimento dei bisogni pubblici, di rispetto dell'ambiente interno ed esterno e di soddisfacimento delle attese espresse dall'organizzazione e dalla collettività locale di riferimento.

Nelle imprese privatizzate, invece, si assiste alla necessità di orientare l'attività verso l'opportuno bilanciamento delle condizioni di successo economico, successo competitivo e successo sociale<sup>10</sup>.

La dimensione di successo economico, riconducibile alla capacità aziendale di operare secondo economicità e quindi in condizioni di equilibrio reddituale e monetario-finanziario, si è profondamente modificata a seguito della privatizzazione. In passato, infatti, la dimensione economica tendeva a costituire prevalentemente una responsabilità dell'azienda nei confronti dell'ente pubblico di riferimento ed era comunque secondaria rispetto all'erogazione del servizio. Attualmente, la dimensione in oggetto rappresenta una condizione che deve contraddistinguere l'erogazione del servizio, in quanto strumentale alla sopravvivenza aziendale e all'assunzione di una responsabilità economica ampia nei confronti di tutti gli stakeholder, tra i quali ricoprono primaria importanza i conferenti di capitale di rischio.

---

<sup>10</sup> Per un approfondimento sulla tematica del successo d'impresa, si rinvia a V. Coda (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Torino, Utet e D.M. Salvioni (2003), *Corporate Governance e responsabilità d'impresa*, in SYMPHONYA, Issue 1, anno 2003.

Il successo competitivo si connette alla capacità dell'impresa di occupare una posizione dominante nell'arena competitiva, operando responsabilmente nei confronti dei clienti acquisiti e potenziali, secondo logiche di correttezza e trasparenza.

Il processo di liberalizzazione dei beni economici di pubblica utilità avviato sul finire del secolo scorso è diretto a promuovere un'apertura sempre più accentuata ai meccanismi della libera concorrenza in tutte le principali aree di business tradizionalmente gestite dalle imprese municipalizzate. Inoltre, anche nei settori in cui la concorrenza, nella produzione e nella vendita, non sia economicamente auspicabile, ovvero nei cosiddetti monopoli naturali, sussiste competizione per l'acquisizione dei mercati, in specie a fronte del confronto sempre più ampio posto dalla globalizzazione.

Le imprese privatizzate devono pertanto introdurre innovative logiche di orientamento al mercato e alla concorrenza, pur nel rispetto dei vincoli di servizio cui sono soggette, attesa la rilevanza sociale e la meritevolezza dei bisogni che i beni economici di pubblica utilità sono destinati a soddisfare.

Il successo sociale è riferito ai fenomeni interrelativi tra l'azienda ed il proprio ambiente di riferimento ed è rappresentato dal livello di soddisfazione, di fiducia e di coesione detenuti dai vari interlocutori sociali nei confronti dell'impresa. In effetti, oltre alle già citate attese detenute dai conferenti di risorse, nell'azienda confluiscono ulteriori interessi di varia natura.

Nella letteratura economico-aziendale coloro che instaurano con l'impresa "definiti rapporti interattivi basati, anche, se non soprattutto, su considerazioni di convenienza<sup>11</sup>", e che pertanto detengono specifiche attese, sono noti come *stakeholder*.

---

<sup>11</sup> D.M. Salvioni, Il Sistema di controllo della gestione, op. cit.. Un'altra definizione assai nota del termine stakeholder è quella proposta da R. Freeman "Any group or individual who

Gli stakeholder, entrati in contatto direttamente o indirettamente con l'impresa, sviluppano nei suoi confronti specifiche aspettative circa il suo operato e la correlata capacità di generare e distribuire positivi risultati. Costoro detengono pertanto attese prevalentemente ma non esclusivamente di carattere economico, in quanto sono portatori di interessi riconducibili anche all'impatto sociale e ambientale connesso all'attività aziendale.

L'idoneo soddisfacimento delle attese dei propri interlocutori decreta il successo sociale dell'impresa, per la quale è quindi di vitale importanza prevedere opportune azioni volte al conseguimento e al mantenimento di elevati e generalizzati gradi di consenso da parte di tutti i soggetti che compongono l'ambiente e non soltanto di coloro che hanno ceduto risorse.

Il tema peraltro non è nuovo alla letteratura economico aziendale. Già Gino Zappa afferma "...l'impresa, per svolgersi utilmente nel lungo andare, deve assolvere una somma vasta di doveri non solo verso i dipendenti ma anche verso la collettività nella quale diviene. Insomma, l'impresa deve contemperare il tornaconto del suo soggetto con gli interessi di coloro che all'impresa danno volentieri il loro lavoro e deve sottomettersi alle esigenze volute dal bene comune della collettività nella quale agisce<sup>12</sup>".

Relativamente recente, però, è l'affermazione della stakeholder view<sup>13</sup>, in base alla quale l'impresa è chiamata ad operare secondo una visione multidimensionale, che

---

can affect, or is affected by, the achievement of a corporation's purpose" R Freeman (1984), *Strategic management. A stakeholder approach*, Pitman, Marshfield Mass.

<sup>12</sup> G. Zappa (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo Primo, Milano, Giuffrè Editore.

<sup>13</sup> Tra gli Autori a favore della stakeholder view, si segnalano: R. Freeman, *Strategic management: a stakeholder approach*, op. cit.; R. Freeman (1994), *The politics of stakeholder theory, some future directions*, *Business Ethics Quarterly*, 4; A.B. Carroll (1993), *Business and society: ethics and stakeholder management*, *Journal of business strategy*, Winter '93; L.E. Preston and D.P.O'Bannon (1997), *The corporate social-financial performance relationship: a typology and analysis*, *Business and Society*, n. 36.

consideri contemporaneamente ed equilibratamente le diverse determinanti di successo e le relative interrelazioni nello spazio e nel tempo.

In effetti, per molto tempo le imprese hanno attribuito spesso eccessivo rilievo alla supremazia dei conferenti di capitale di rischio e delle connesse attese economiche, rimarcando un'impostazione dell'attività incentrata sulla cosiddetta *shareholder view*<sup>14</sup>. Siffatto approccio, sebbene potenzialmente corretto, trova consistenti limiti là dove è eccessivamente enfatizzato, poiché può determinare un progressivo incremento delle difficoltà di ottenimento delle risorse qualitativamente e quantitativamente idonee a sostenere lo sviluppo dell'attività. Tale constatazione, unitamente al riconoscimento dell'importanza insita nell'assunzione di una responsabilità globale (legale, economica, sociale e ambientale), ha indotto l'affermazione della *stakeholder view*.

La *stakeholder view* non è comunque in contrasto con la *shareholder view*, bensì ne rappresenta la naturale evoluzione con riferimento all'affermazione di un approccio aziendale più consapevole, che pone in luce le relazioni di mutua dipendenza tra attese soddisfatte e successo duraturo dell'impresa. Anche con l'orientamento agli stakeholder, infatti, la creazione di valore per i conferenti di capitale di rischio permane tra le principali priorità dell'azienda e si configura quale finalità istituzionale, ciò che è innovativo è la consapevolezza che la durevole capacità di creare valore è perseguibile esclusivamente se l'azienda opera nel pieno rispetto delle proprie responsabilità e di tutte le attese in essa confluenti.

---

<sup>14</sup> La *shareholder view* è l'impostazione per lungo tempo privilegiata da numerosi esponenti della dottrina economica-aziendale, tra i quali si ricordano il fondatore della Scuola di Chicago e Premio Nobel per l'Economia Milton che nel 1970 sosteneva: "In a free enterprise, a corporate executive is an employee of the owners of the business. He has a direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be make as much money as possible"; M. Friedman, *The social responsibility of business is to increase its profits*, *The New York Magazine*, September 13, 1970; M.C. Jensen and W.H. Meckling (1979), *Rights and production functions: An application to labor-managed firms and codetermination*, *Journal of Business*, n. 52.

Per le imprese locali di pubblica utilità, le variabili sociali si connettono in misura rilevante al consenso espresso dalla collettività di riferimento. La collettività assume un ruolo del tutto peculiare per tali realtà aziendali, atteso che questa coincide, parzialmente o globalmente, con la propria clientela. Inoltre, gli enti pubblici di riferimento, chiamati a tutelare e garantire le istanze della collettività, hanno mantenuto, anche in seguito ai processi di privatizzazione, strumenti in grado di indirizzare e influenzare l'operato aziendale.

Il processo di privatizzazione rimarca dunque l'importanza di una composizione equilibrata dei singoli fattori di successo, al fine di raggiungere un solido e non effimero successo d'impresa. Le imprese pertanto devono tendere all'ottenimento di idonee situazioni di dominanza nella propria arena competitiva e di consenso interno ed esterno sulla propria proposta progettuale, nel costante rispetto delle modalità ottimali di realizzazione delle condizioni di equilibrio economico. Solo in questo modo l'impresa sarà in grado di massimizzare le proprie capacità di creazione di valore nel tempo.

Le imprese locali di pubblica utilità, sebbene privatizzate e quindi chiamate ad orientare la propria attività verso logiche di funzionamento in grado di generare soddisfacenti risultati economici, devono a maggior ragione saper coniugare le attese economiche dei propri stakeholder con i bisogni espressi dalla propria collettività di riferimento e con i vincoli connessi alla fornitura di un servizio di pubblica utilità. In effetti, i beni economici di pubblica utilità prodotti ed erogati, a differenza degli altri beni economici comunemente realizzati dalle imprese private, sono destinati a soddisfare bisogni essenziali della collettività e quindi possono partecipare alla crescita sociale della società. Inoltre, i processi industriali connessi alla produzione e all'erogazione dei beni economici in oggetto possono impattare notevolmente a livello ambientale. Pertanto, l'attività economica delle imprese di pubblica utilità deve necessariamente sottomettere le logiche della responsabilità economica ad una più generale responsabilità sociale ed ambientale, a sua volta strumentale al mantenimento di elevati gradi di consenso da parte della collettività.

### **2.3 Privatizzazione e corporate governance**

L'orientamento alle innovative logiche di successo aziendale introdotte nelle imprese locali di pubblica utilità dai processi di privatizzazione e liberalizzazione, unitamente all'ampliamento ed alla riqualificazione delle diverse categorie di portatori di interessi, hanno di fatto indotto le imprese in oggetto a mettere a punto modelli di governo evoluti ed in grado di conciliare il perseguimento di logiche competitive ed economiche con l'esigenza di salvaguardare l'interesse pubblico generale.

Inoltre, il cambiamento dell'assetto proprietario conseguente alla privatizzazione ha modificato le norme di riferimento e/o i processi di definizione delle strutture e dei processi di corporate governance.

La corporate governance è il sistema attraverso il quale le imprese sono amministrate e controllate su mandato della proprietà. Il sistema di corporate governance è riconducibile all'individuazione di strutture e processi che possano garantire che i soggetti cui è affidata la direzione dell'impresa orientino la condotta aziendale al soddisfacimento degli interessi rilevanti, secondo logiche di sviluppo duraturo ed autonomo.

I processi di privatizzazione formale, assoggettando le aziende municipalizzate alle norme del codice civile e del diritto societario, hanno inevitabilmente condizionato tutto il sistema di relazioni tra queste e i propri enti locali di riferimento. Le successive privatizzazioni sostanziali ne hanno inoltre profondamente modificato l'assetto proprietario che da situazioni di forte omogeneità con la presenza di un unico soggetto pubblico di riferimento si è sempre più caratterizzato per un quadro quanto mai variegato all'interno del quale si combinano varie compagini sociali: imprese pubbliche partecipate da più enti; imprese miste pubblico-privato; imprese caratterizzate dalla presenza di un azionariato diffuso a seguito di processi di quotazione in borsa.

Di fatto, le nuove finalità istituzionali, l'ampliarsi delle dimensioni del successo aziendale e il mutamento della compagine sociale hanno comportato, nel loro insieme, la definizione di nuovi ambiti di autonomia e di responsabilità delle imprese privatizzate e la conseguente necessità di revisionare profondamente i sistemi di corporate governance di tali realtà.

Il settore delle imprese locali di pubblica utilità sta tuttora attraversando un periodo di transizione, contraddistinto da diversi stadi evolutivi che evidenziano percorsi differenti di attuazione del cambiamento normativo. Risulta pertanto arduo identificare un insieme peculiare di caratteristiche, atteso che nella realtà convivono tipologie di imprese assai differenti: di piccole, di medie e di grandi dimensioni; interamente pubbliche e miste; quotate e non quotate; con proiezioni strettamente locali, regionali, nazionali ed internazionali; moderne ed arretrate dal punto di vista manageriale; con ottime e insoddisfacenti performance economiche. In altri termini, siamo in presenza di un cambiamento tuttora "quanto mai variegato e in via di definizione che condurrà ad una profonda riconfigurazione del settore, anche attraverso la selezione degli operatori marginali, in tempi tuttavia non brevi e con percorsi non sempre lineari<sup>15</sup>".

Ciò che caratterizza comunque tutte le imprese privatizzate è individuabile nel fatto che il legislatore ha previsto per tali realtà l'adozione del modello delle società di capitali, imponendo pertanto anche alle imprese locali di pubblica utilità di confrontarsi con il quadro giuridico-formale proprio di una qualsiasi società privata. Conseguentemente, le peculiarità della corporate governance di tali imprese sono da ricondurre nell'ambito degli spazi di libertà e di autonomia regolamentativa ammessi all'interno delle indicazioni e dei vincoli previsti dalla normativa.

---

<sup>15</sup> M. Elefanti, a cura di (2006), L'evoluzione delle imprese pubbliche locali, Bologna, Il Mulino.

I principali sistemi di corporate governance attualmente esistenti a livello internazionale, in relazione ai collegamenti istituibili tra la funzione amministrativa e quella di controllo, sono riconducibili a:

- il sistema monistico (one-tier system), che prevede un unico organo di governo (Board of Directors), avente funzioni di amministrazione e di controllo;
- il sistema dualistico (two-tier system), nel quale è prevista la separazione tra l'organo di amministrazione (Management Board) e quello di controllo (Supervisory Board).

Fig. 2.3. – I modelli di corporate governance diffusi nello scenario internazionale



Nel suddetto ambito, anche in funzione dei processi di globalizzazione dei mercati, ciascun paese ha deciso di dotarsi di propri modelli, in alcuni casi rigidi (cioè diretti a privilegiare un unico sistema, definendone vincoli e modalità attuative), in altri casi improntati ad una maggiore flessibilità e tali da agevolare una possibile convergenza internazionale (ad esempio, mediante l'introduzione di più modelli basati su sistemi differenti).

In Italia, in seguito alla riforma del diritto societario<sup>16</sup>, è stata prevista la possibilità per le aziende di scegliere tra tre diversi modelli di corporate governance, uno monistico e due dualistici, e più precisamente:

- il sistema dualistico orizzontale, già normato dal legislatore prima della riforma del diritto societario, che prevede due organi separati, uno con competenze amministrative ed uno con competenze di controllo, entrambi nominati dall'assemblea dei soci;
- il sistema dualistico verticale, che prevede un organo (Consiglio di Sorveglianza) con compiti di controllo, ma che può anche esprimere il proprio parere sulle scelte strategiche dell'azienda, che nomina l'organo di amministrazione (Consiglio di Gestione) e approva il bilancio annuale;
- il sistema monistico, che prevede un organo di amministrazione (Consiglio di Amministrazione) al cui interno viene nominato un organo di controllo (Comitato per il controllo sulla gestione).

Il sistema di corporate governance si compone, oltre che della dimensione strutturale descritta, anche di una dimensione processuale. In tal senso, l'attività di corporate governance riguarda l'insieme delle decisioni e delle conseguenti azioni finalizzate a definire le condizioni generali di efficacia rispetto alle attese confluenti nell'impresa ed al corretto sviluppo del rapporto risorse, attività e risultati

L'aspetto processuale della corporate governance è pertanto fondamentale in quanto, se adeguatamente sviluppato ed efficacemente gestito, può realmente garantire all'impresa i presupposti di sopravvivenza e sviluppo. Pare però opportuno non sottovalutare che l'aspetto procedurale della corporate governance può realizzarsi correttamente solo in presenza di idonee strutture e ciò vale a maggior ragione per le realtà di rilevanti dimensioni.

---

<sup>16</sup> Decreto Legislativo 17 gennaio 2003 n.5-6 recante la *Riforma del diritto societario*, nota come "Riforma Vietti".

Fig. 2.4. – I modelli di corporate governance previsti dalla normativa italiana



In particolare, l'aspetto procedurale della corporate governance si collega ad:

- un'attività amministrativa, corrispondente ai processi atti ad indirizzare e gestire l'attività economica dell'impresa verso il raggiungimento di risultati ottimali e coerenti con le aspettative dei conferenti di risorse, sia primarie sia secondarie;
- un'attività di controllo, realizzata mediante processi volti ad espletare opportuni controlli in merito alla correttezza formale e sostanziale delle procedure adottate;
- un'attività di comunicazione, finalizzata ad interagire attivamente con i vari stakeholder aziendali.

Le citate attività richiedono uno sviluppo integrato, al fine di mantenere nel tempo i requisiti di economicità, di trasparenza comportamentale e di equità nella gestione che, come già affermato, si configurano quali presupposti per la sopravvivenza e la crescita dell'impresa.

L'aspetto processuale della corporate governance si correla ad una terza dimensione: quella di risultato. In effetti l'attività di corporate governance è posta in essere per generare risultati che, mediante una congrua remunerazione delle risorse ricevute, siano in grado di coltivare un duraturo consenso da parte degli stakeholder. L'ottenimento dei risultati dipende comunque: dalle scelte e dagli indirizzi gestionali selezionati dagli organi di corporate governance; dalla capacità di trasferimento degli indirizzi di vertice all'organizzazione che, con i propri comportamenti gestionali, genera i risultati effettivi; dall'esistenza di adeguati sistemi di controllo interno (risk management, internal auditing, controllo della gestione, ecc.) atti ad agevolare il positivo coordinamento tra indirizzi e risultati.

## 2.4. Privatizzazione e prerogative di indirizzo degli enti locali

Nell'ambito dei vincoli e dei confini previsti dal diritto societario, la selezione di quale sistema di corporate governance adottare e la nomina dei soggetti cui delegare l'amministrazione e il controllo dell'azienda spettano ai conferenti di capitale di rischio, i quali esercitano le proprie prerogative in sede di costituzione dell'azienda e, successivamente, nell'ambito delle delibere assembleari.

È chiaro pertanto che la corporate governance delle imprese locali di pubblica utilità è fortemente influenzata dal peculiare rapporto instaurato con i propri enti pubblici di riferimento. Nella maggior parte dei casi, infatti, il proprietario pubblico ha mantenuto il controllo della società, mediante il possesso della maggioranza del capitale e la previsione di particolare meccanismi decisionali (si pensi ai già descritti meccanismi di previsione di *golden share*). Da un punto di vista esclusivamente formale, l'ente locale esercita quindi le proprie prerogative di indirizzo in sede di assemblea dei soci. Tali prerogative si configurano principalmente in:

- la nomina e la determinazione dei compensi dei soggetti cui sono demandati i compiti di amministrare e controllare l'azienda;
- l'approvazione del bilancio e delle politiche di distribuzione dei dividendi;
- le decisioni inerenti le operazioni di natura straordinaria che possono modificare la compagine azionaria (fusioni, scissioni, conferimenti, etc.).

L'ente pubblico di riferimento, da un punto di vista sostanziale, esercita il proprio ruolo di proprietario non esclusivamente secondo le logiche tipiche dei conferenti di capitale sociale. L'ente, infatti, in quanto rappresentante delle istanze della propria collettività di riferimento, deve dare adeguato rilievo alla dimensione territoriale di tutela e promozione degli interessi della comunità amministrata, anche quando esercita le funzioni di socio di maggioranza di un'impresa privata. Inoltre, gli amministratori degli enti locali, ai quali è effettivamente delegato l'esercizio delle prerogative di indirizzo degli enti stessi, frequentemente agiscono in base a processi

decisionali fortemente influenzati dalla loro matrice e dal loro orientamento di carattere politico.

Le peculiarità degli enti locali si ripercuotono di fatto nel rapporto che questi instaurano con l'impresa privatizzata, ed in particolare con il management. Al riguardo si noti che l'esperienza delle imprese privatizzate nelle quale permane un azionista di maggioranza pubblico si differenzia notevolmente dalle logiche tipiche delle altre imprese private. Infatti, una delle ragioni che ha stimolato la revisione dei sistemi di corporate governance in generale è riconducibile all'eccessiva autonomia e libertà del management rispetto agli azionisti.

Nelle imprese oggetto di privatizzazione lo scenario è invece diverso. In Italia, per prassi, storia e costume, nelle imprese privatizzate stenta ad affermarsi l'indipendenza e l'autonomia del management. Frequentemente si assiste a casi di commistione tra amministrazione dell'impresa e scelte politiche, tali da influenzare i processi decisioni del management. I casi di accordi informali e di meccanismi di influenza politica nelle decisioni dei vertici aziendali si correlano di fatto ai processi di nomina dei soggetti cui è formalmente demandata l'amministrazione e il controllo dell'impresa di pubblica utilità. In tali realtà, l'ente locale ha mantenuto il diritto di nominare la quasi totalità dei componenti degli organi di governo aziendale e frequentemente ha esercitato tali prerogative in base a processi e ragionamenti fortemente politici<sup>17</sup>. Talvolta si sono quindi configurate procedure di nomina che hanno assunto le caratteristiche di mandati politici più che di responsabilizzazione ad amministrare bene.

L'ente locale è spesso chiamato a risolvere al proprio interno un conflitto – che si riflette inevitabilmente anche nell'impresa – tra l'interesse alla massimizzazione dei dividendi e dell'incremento del valore delle quote detenute da un lato e della qualità

---

<sup>17</sup> Recenti sono le polemiche politiche che hanno accompagnato la nomina degli amministratori della neo costituita A2A Spa, frutto della fusione di AEM Spa, public utility riconducibile al Comune di Milano, e di ASM Spa, public utility riconducibile al Comune di Brescia.

dei servizi erogati dall'altro lato. Infatti, i bilanci degli enti pubblici rilevano, spesso, un significativo impatto dei dividendi ricevuti dall'impresa locale di pubblica utilità a cui partecipano, mentre il soddisfacimento delle attese di fornitura della collettività di riferimento può tuttora riflettersi sul consenso politico dell'amministrazione locale.

Infine, i processi di privatizzazione e di liberalizzazione tendono a spingere le imprese privatizzate verso un progressivo sviluppo dimensionale che dovrebbe permettere una maggiore competitività per effetto di: più elevati livelli di efficienza e di qualità sul piano produttivo e organizzativo; crescenti capacità di investimento e migliori indici di redditività; aumento della possibilità di intervento nelle principali operazioni di riassetto strutturale dei settori di business di competenza. Non sono però molti gli enti locali che hanno dimostrato di possedere la capacità di cogliere le opportunità rappresentate dai percorsi di crescita dimensionale delle imprese e che hanno saputo privilegiare tale direzione anche a costo di ridurre la propria partecipazione nel capitale sociale delle imprese e quindi le proprie prerogative di indirizzo e di controllo. Se da un lato tale orientamento appare motivato dall'esigenza di garantire un diretto controllo sull'attività dell'impresa, al fine di meglio tutelare la propria collettività di riferimento, dall'altro lato non è da escludere che alcuni amministratori locali abbiano voluto mantenere strettamente legati, e talvolta mescolare, i risultati delle imprese privatizzate al proprio mandato politico, al fine di valorizzare quest'ultimo.

Alla luce di quanto affermato, si ritiene che i processi di privatizzazione delle imprese locali di pubblica utilità debbano necessariamente essere affiancati dall'introduzione di meccanismi di corporate governance tali da permettere una più netta separazione tra proprietà e management, al fine di garantire a quest'ultimo la necessaria indipendenza per guidare l'impresa e cogliere le opportunità offerte dall'ambiente in forte evoluzione, sia pure nel rispetto dagli indirizzi della proprietà.

In particolare, si auspica una più ampia separazione delle imprese dall'ente pubblico di riferimento, da attuarsi in tempi relativamente brevi e tali da consentire la valorizzazione delle potenzialità di successo insite nelle imprese.

Risulta pertanto utile a questo punto comprendere quali siano le scelte che le imprese privatizzate hanno adottato, nell'ambito dei generali aspetti di corporate governance precedentemente descritti.

## CAPITOLO 3

### L'EVOLUZIONE DELLA CORPORATE GOVERNANCE NELLE IMPRESE LOCALI DI PUBBLICA UTILITÀ

SOMMARIO: 3.1. L'evoluzione degli assetti proprietari delle imprese locali di pubblica utilità – 3.2. Le procedure dei sistemi di corporate governance secondo il diritto societario – 3.3. I processi di corporate governance e il dialogo con gli stakeholder – 3.4. La trasparenza nella corporate governance

#### **3.1 L'evoluzione degli assetti proprietari delle imprese locali di pubblica utilità**

La corporate governance delle imprese locali di pubblica utilità si connette precipuamente ai relativi assetti proprietari e ai collegamenti in essere con gli enti locali di riferimento. L'attuale scenario si dimostra particolarmente eterogeneo, atteso che si combinano realtà assai evolute con situazioni di grande arretratezza.

Le esperienze ad oggi più significative sono riconducibili ad un ristretto nucleo di imprese di grandi dimensioni che recentemente hanno avviato un rinnovamento del proprio modello di governo. Per la maggior parte delle realtà in oggetto il rinnovamento ha comportato non solo la privatizzazione, ma altresì la quotazione presso la Borsa valori e, in taluni casi, la realizzazione di operazioni di scorporo di rami di attività, di acquisizione e/o di fusione (come nel recente caso di AEM e ASM) con conseguente aumento della capacità competitiva nei diversi mercati.

Le esperienze più avanzate si caratterizzano pertanto per la presenza di numerosi cambiamenti intervenuti negli ultimi anni, sebbene ad oggi sussistano ancora alcuni ambiti di potenziale miglioramento<sup>1</sup>. In particolare, data anche l'abitudine – che per

---

<sup>1</sup> Al riguardo, si rinvia anche ai risultati emersi dalla ricerca “Ruolo della proprietà e autonomia di imprese nello sviluppo delle public utility locali” condotta dall'Area pubblica amministrazione della SDA Bocconi nel corso del 2005.

lungo tempo ha contraddistinto le aziende del settore – ad un orientamento di tipo burocratico, l’impatto del cambiamento a livello di corporate governance risulta ampio e complesso, in quanto:

- da una parte, la privatizzazione comporta l’assunzione di un orientamento manageriale e basato su logiche di responsabilità globale (economica, sociale, amministrativa e ambientale);
- dall’altra parte, anche i riferimenti normativi si sono notevolmente ampliati, poiché le imprese si devono confrontare con quanto previsto dal diritto societario e, nel caso di quotazione, con le regole proprie dei mercati finanziari.

In linea generale, è possibile comunque affermare che la composizione degli assetti proprietari delle imprese in oggetto è generalmente riconducibile all’impostazione comunemente adottata dagli enti locali durante le fasi di trasformazione delle imprese municipalizzate in società di capitali. L’azionista pubblico ha frequentemente formalizzato specifiche previsioni statutarie e regolamentative finalizzate a garantirsi nel tempo il mantenimento della proprietà della maggioranza del capitale sociale delle imprese. I contenuti del dibattito che ha accompagnato le principali esperienze di privatizzazione convergono, infatti, nell’enfatizzare che gli enti locali, pur cedendo una parte della proprietà delle proprie imprese municipalizzate, avrebbero potuto mantenerne le prerogative di indirizzo e di controllo a condizione che gli stessi permanessero quali unici azionisti di riferimento.

L’impostazione descritta ha stimolato ulteriori specifiche previsioni statutarie. Assai frequentemente sono stati esplicitati limiti quantitativi alle quote detenute da altri soggetti al di fuori dell’ente locale e meccanismi finalizzati a contrastare, o comunque rendere inefficaci, operazioni di compra-vendita di azioni che potenzialmente potrebbero far venire meno la dominanza dell’ente pubblico.

Attualmente l’assetto proprietario delle imprese locali di pubblica utilità si caratterizza pertanto per la forte presenza di un ente locale di riferimento e per la

tendenza a precludere qualsiasi possibilità di scalata e di acquisizione dell'impresa stessa da parte di soggetti privati.

Lo scenario descritto sembra non escludere potenziali conflittualità con i risultati e le opportunità che paiono delinearsi a seguito del processo evolutivo che sta attraversando l'intero sistema dei servizi di pubblica utilità.

In effetti, le imprese sono sempre più stimolate ad accrescere le proprie dimensioni, al fine di aumentare la propria capacità competitiva e di acquisizione di risorse nei diversi mercati. In particolare, le imprese economicamente più solide hanno, non di rado, posto in atto operazioni di acquisizione di imprese minori, di aggregazione con imprese simili, di attivazione di alleanze nazionali ed internazionali con altri operatori di riferimento.

Si noti che le operazioni in oggetto nella maggior parte dei casi comportano la ridefinizione dell'assetto proprietario, atteso che le operazioni di conferimento d'azienda e di fusione si perfezionano mediante lo scambio di quote del capitale sociale delle imprese interessate. Pertanto non di rado gli enti locali hanno limitato il progresso e lo sviluppo industriale e strategico delle imprese, pur di non dover cedere parte delle proprie quote e di non perdere le prerogative di indirizzo esercitabili in qualità di azionista di maggioranza. Ciò è motivato dal fatto che gli enti locali appaiono totalmente sprovvisti di efficaci forme di indirizzo e controllo alternative al possesso della maggioranza del capitale sociale delle imprese privatizzate.

D'altra parte gli enti locali risultano frequentemente carenti dal punto di vista di strutture e processi atti a consentire l'efficace esercizio del ruolo di azionista di riferimento. In effetti, troppo spesso gli amministratori degli enti locali si sono dimostrati particolarmente attenti agli aspetti connessi alla nomina dei vertici aziendali e alle fasi di approvazione dei bilanci e delle correlate delibere di distribuzione dei dividendi, omettendo invece la definizione di chiari e trasparenti meccanismi con i quali gestire il confronto tra le imprese, secondo logiche di tutela della collettività, rappresentanza del territorio, sviluppo sociale ed economico dell'ambiente di riferimento nel rispetto e nella tutela dell'eco-sistema.

Si aggiunga inoltre che i processi di privatizzazione hanno comunque aperto parte del capitale dell'impresa a soggetti privati. Inoltre, la tendenza in atto pare comunque privilegiare un crescente confronto competitivo, necessariamente correlato alla progressiva crescita dimensionale delle imprese. Siffatto fenomeno sottolinea un aumentato fabbisogno di risorse finanziarie che ha indotto le realtà maggiormente dinamiche a quotarsi alla borsa valori. Sebbene ad oggi si è assistito esclusivamente alla collocazione di parti minoritarie del capitale sociale di poche realtà locali, il ricorso al mercato borsistico pare essere sempre più frequente.

Le precedenti considerazioni sottolineano come la compagine societaria delle imprese locali di pubblica utilità sia sempre più destinata ad articolarsi in un insieme ampio ed eterogeneo di soci aventi caratteristiche, finalità e peso assai differenziati<sup>2</sup>. Si noti però che già attualmente, molte imprese devono rendere conto e soddisfare le aspettative di categorie di azionisti differenziate, così come gli stakeholder rilevanti sono andati aumentando per effetto della privatizzazione (ad esempio, tra i nuovi attori rilevanti si annoverano i finanziatori a titolo di credito, taluni fornitori, ecc.).

Gli attori rilevanti delle public utilities privatizzate si presentano oggi notevolmente diversificati in termini di attese prioritarie, infatti: l'ente locale assume soprattutto attese di natura politica e di ritorno finanziario; gli azionisti gestionali (partner pubblici e privati) si concentrano sulla condivisione di un progetto industriale; gli azionisti finanziari (investitori istituzionali e piccoli risparmiatori per le società quotate) perseguono logiche di valorizzazione dell'investimento e sono conseguentemente interessati alla produzione e distribuzione di dividendi oltre che all'incremento di valore delle azioni possedute; l'ampliamento dei mercati e della competizione sottolineano il ruolo di clienti, di fornitori e di lavoratori per

---

<sup>2</sup> Si pensi ad esempio alle imprese locali di pubblica utilità quotate, nelle quali si configurano quali soci gli enti locali di riferimento, gli investitori istituzionali, gli investitori istituzionali, i grandi investitori privati e i piccoli risparmiatori, che a loro volta frequentemente sono anche clienti e componenti della collettività.

l'ottenimento di risultati soddisfacenti; il fabbisogno di sviluppo autonomo rimarca la funzione dei finanziatori a titolo di credito.

In sostanza l'attuale scenario appare a tutti gli effetti frutto di una fase di transizione che dal modello tradizionale di forte controllo da parte dell'azionista pubblico sull'impresa di proprietà dovrebbe condurre, nel medio termine, ad un nuovo assetto del comparto delle public utilities, che necessariamente prefigura aziende maggiormente autonome e articolate, rispetto alle quali è tuttavia essenziale mantenere una forte influenza da parte degli enti pubblici sui processi decisionali, in quanto l'attività tipica si collega alla promozione e alla tutela dell'interesse pubblico.

Gli enti locali sono pertanto chiamati a ridefinire il proprio ruolo e le modalità con le quali poter esercitare le prerogative di indirizzo e di controllo, superando l'attuale impostazione che prevede esclusivamente il possesso della maggioranza del capitale sociale e la diretta rappresentanza negli organi di governo dell'impresa.

Gli enti locali dovrebbero dunque sviluppare una propria riqualificazione sul piano professionale e gestionale, mediante la definizione di un percorso di riorganizzazione che permetta il superamento della forte frammentazione interna delle responsabilità e la separazione tra le funzioni di proprietà e quelle di committenza.

Il proprietario pubblico, inoltre, potrebbe trarre vantaggio dall'istituzione di appositi uffici in possesso degli strumenti e delle competenze necessarie per svolgere non tanto compiti amministrativi e di controllo formale, come avviene frequentemente oggi, quanto piuttosto attività di indirizzo e controllo sostanziale dell'operato delle imprese di pubblica utilità, tenuto conto anche dei collegamenti tra capacità di attrazione delle risorse nel mercato e equità di trattamento degli stakeholder. Ciò permetterebbe di superare la consolidata tendenza a incentrare il rapporto ente locale / impresa su relazioni politiche, spesso in essere direttamente tra i vertici dell'azienda e dell'ente, e quindi anche di superare – quanto meno in parte – il problema dei meccanismi di nomina diretta, sostanzialmente fiduciaria, del management.

Chiaramente gli scenari dell'assetto proprietario descritti si riflettono anche a livello di potere di rappresentanza e di partecipazione alle delibere assembleari. Ad oggi la maggior parte degli enti locali che hanno privatizzato le proprie imprese municipalizzate hanno previsto regole statutarie o accordi parasociali tali da garantire il mantenimento del diritto a nominare la maggior parte dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo delle imprese in oggetto. Si deve però tenere presente che le imprese che si affacciano al mercato finanziario, al fine di attirare l'attenzione degli operatori delle borse sul proprio titolo azionario, non solo dovrebbero essere in grado di generare risultati soddisfacenti, ma dovrebbero anche prevedere forme di rappresentanza e meccanismi di funzionamento assembleare tali da coniugare le esigenze di indirizzo e di controllo degli enti locali con le attese e gli interessi degli altri azionisti.

Pare quindi opportuno individuare quali siano, nell'ambito dei vincoli disciplinati dal vigente diritto societario, le possibili evoluzioni dei sistemi di corporate governance delle imprese locali di pubblica utilità, chiamate sempre più a tutelare efficacemente gli azionisti di minoranza e gli altri stakeholder, pur nel rispetto delle prerogative degli enti locali.

### **3.2 Le peculiarità dei sistemi di corporate governance secondo il diritto societario**

Il processo di privatizzazione – anche in quei casi nei quali l’ente locale di riferimento ha mantenuto la proprietà della totalità del capitale sociale – ha imposto alle imprese locali di pubblica utilità di confrontarsi con le norme esistenti in materia di corporate governance e dirette a regolamentarne le strutture e le modalità di esercizio.

Pertanto, la trasformazione in società per azioni delle precedenti municipalizzate ha imposto la scelta del modello di corporate governance da adottare nell’ambito di quelli previsti dal vigente diritto societario<sup>3</sup>.

Al momento la quasi totalità delle imprese privatizzate ha optato per il modello dualistico orizzontale previsto già prima della riforma societaria. Solo sul finire del 2007, una importante realtà del nord Italia, frutto di un’operazione di fusione tra due grandi imprese locali, ha scelto il sistema dualistico verticale<sup>4</sup>.

Pare comunque opportuno rimarcare che il modello dualistico orizzontale, proprio per la sua tradizione nel nostro Paese<sup>5</sup>, è tuttora il modello maggiormente diffuso presso le società per azioni italiane e che l’adozione di modelli di corporate governance alternativi (monistico e dualistico verticale) è iniziata solo a partire dal 2005. Risulta, in ogni caso, difficile comprendere appieno se le imprese locali di pubblica utilità abbiano realmente individuato nel sistema dualistico orizzontale il

---

<sup>3</sup> Per un approfondimento sui sistemi di corporate governance previsti dalla vigente normativa in materia di diritto societario si rinvia al paragrafo 2.3 del presente volume.

<sup>4</sup> Ci si riferisce al caso A2A Spa, frutto della fusione intervenuta il 22 ottobre 2007 tra Asm Spa e Aem Spa, quotata presso il segmento Blue Chip di Borsa Italiana Spa dal 2 gennaio 2008.

<sup>5</sup> Si ricorda che tale modello fino al 2003 era l’unico previsto dal nostro codice.

modello più adatto per rispondere alle proprie esigenze o se, come appare più probabile, la scelta sia stata semplicemente dettata dalla maggiore conoscenza di un modello diffuso da decenni in rapporto a strutture di corporate governance più innovative rispetto alla cultura dominante nel nostro Paese. D'altra parte, preme sottolineare la scarsa internazionalizzazione finanziaria delle imprese oggetto della presente trattazione, che indubbiamente limita l'orientamento verso modelli consolidati in altri paesi (ad esempio, il modello monistico nei paesi anglosassoni, il modello dualistico verticale in Germania, ecc.).

Indipendentemente dal modello adottato, l'assoggettamento delle imprese privatizzate al diritto societario ha permesso di superare la mancanza di netta separazione tra gli organi di indirizzo e gli organi di gestione aziendale, tipica delle imprese pubbliche.

Le aziende municipalizzate, infatti, si erano caratterizzate per la presenza di commissioni amministratrici con ruoli di rappresentanza e mediazione politica che spesso interferivano e limitavano l'autonomia gestionale dell'impresa, delegata a un direttore di estrazione tecnico-professionale. In tale scenario, il confronto tra politica e management si risolveva all'interno dell'impresa, a riprova di come le aziende municipalizzate fossero sostanzialmente considerate delle appendici degli enti locali.

La trasformazione delle imprese municipalizzate in società di capitali ha posto l'esigenza di trasferire il confronto tra ente pubblico e management al di fuori della sfera gestionale dell'impresa, rapportandolo come avviene nel privato alla relazione assemblea / organo di corporate governance. A quest'ultimo è delegata la gestione ordinaria e straordinaria dell'impresa, fatte salve le prerogative dell'organo assembleare previste del modello di corporate governance adottato, dallo statuto aziendale e dalla legge.

In tutte le imprese locali di pubblica utilità privatizzate, indipendentemente dal modello adottato, l'organo di amministrazione dovrebbe ricoprire formalmente e sostanzialmente un ruolo di assoluta centralità. Al riguardo, nell'ambito delle previsioni e dei limiti della normativa generale di riferimento, l'impresa può adottare numerose scelte in materia di strutturazione e funzionamento dell'organo di governo,

specificatamente riconducibili a: il numero e le caratteristiche dei componenti, le prerogative di nomina degli stessi, le cause di revoca o decadenza, i compiti e le deleghe attribuite, le regole e i meccanismi operativi dell'organo nel suo insieme.

Al momento, una prima caratteristica che pare delinarsi è quella di organi amministrativi particolarmente numerosi. Tale scelta sembra non essere motivata dall'esigenza di rispondere alla necessità di costituire organi dotati delle diverse professionalità necessarie all'assunzione delle decisioni fondamentali di amministrazione e sviluppo dell'impresa (tipicamente di ordine strategico, giuridico, finanziario, tecnologico e relative alla conoscenza degli specifici mercati). Al contrario, sembra assumere rilievo l'esigenza di rappresentare la compagine azionaria, ed in particolare l'ente o gli enti locali ad essa appartenenti. Non a caso negli organi amministrativi si combinano figure alquanto differenziate, sia di estrazione tecnico-professionale sia di matrice politica. Le prime esprimono specifiche competenze ritenute fondamentali per guidare l'azienda, le seconde si configurano quali principali interlocutori della proprietà e spesso sono portatrici delle istanze specifiche dei territori di riferimento.

Quanto affermato si correla alle procedure di nomina dei vertici aziendali. Sebbene quasi tutti gli enti locali abbiano previsto norme statutarie che garantiscano loro il diritto di nominare la maggioranza degli amministratori, gli organi aziendali dovrebbero comunque caratterizzarsi per un elevato e reale grado di autonomia dal proprietario pubblico.

I meccanismi di nomina dei soggetti cui è affidata la guida dell'impresa dovrebbero pertanto essere strutturati in maniera tale da selezionare soggetti di comprovata professionalità, autorevolezza e autonomia, secondo logiche di rappresentatività globale dell'azionariato e delle istanze degli stakeholder. I citati requisiti di efficacia risultano, in effetti, essenziali per garantire che tutti i soggetti chiamati ad amministrare l'impresa siano realmente in possesso delle competenze necessarie per esercitare al meglio le funzioni loro attribuite e che non ricoprano il ruolo loro affidato solo per effetto di relazioni e legami, talvolta politici, intrattenuti con gli esponenti degli enti locali di riferimento.

In sostanza le imprese dovrebbero definire criteri di selezione e nomina di amministratori tali da garantire una composizione dell'organo di governo caratterizzata nel suo insieme da una matrice professionale, ovvero di consolidata competenza ed esperienza rispetto al ruolo da esercitare e in grado di accogliere e far proprie le esigenze territoriali e della collettività.

Quanto affermato non significa che la presenza di componenti con un profilo ed un'esperienza politica si configuri di per sé quale elemento negativo. Infatti, considerata la complessità e la multidisciplinarietà delle valutazioni che i vertici sono chiamati ad operare, è fondamentale che vi siano tra i componenti dell'organo amministrativo anche soggetti in grado di interpretare le esigenze dei territori e delle comunità servite. Frequentemente sono proprio coloro che hanno un'estrazione politica ad aver dimostrato particolari capacità nel governare la fitta rete di relazioni istituzionali che spesso condizionano la concreta messa in atto di programmi e progetti aziendali.

Ad evidenza, la rappresentanza pubblica negli organi di corporate governance riveste una funzione di controllo nell'interesse dell'azionista che rappresenta e della collettività locale che usufruisce dei servizi erogati. L'eccessiva enfaticizzazione di siffatto fenomeno, però, può andare a deperimento della capacità di acquisizione di consenso e di risorse presso gli altri stakeholder, che non ritengono equamente tutelata la relazione potenzialmente istituibile con l'impresa.

La ricerca di un rinnovato equilibrio nel rapporto tra proprietario pubblico di riferimento e azionisti di minoranza dovrebbe prevedere anche la formalizzazione di meccanismi finalizzati a coinvolgere attivamente gli azionisti di minoranza nelle fasi di nomina dei soggetti cui demandare l'amministrazione ed il controllo della società. In tal senso, sarebbe opportuno prevedere meccanismi di voto per lista per quelle cariche le cui nomine non sono riservate agli enti locali, al fine di giungere a una composizione più equilibrata dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo, grazie alla presenza di soggetti indicati da differenti gruppi di azionisti. Con particolare riferimento all'organo di controllo, inoltre, sarebbe apprezzabile che il

componente nominato dagli azionisti di minoranza ne ricoprisse la funzione di presidente, cioè di responsabile della gestione dei lavori dell'organo stesso.

Soffermando ancora l'attenzione sull'attuale numerosità degli organi amministrativi della società, si noti che questa caratteristica deve confrontarsi con l'esigenza di esercitare un mandato effettivo di guida dell'impresa, che spesso richiede velocità decisionali e non sempre si presta alla ricerca di lunghe mediazioni. Le imprese, pertanto, senza sacrificare il delicato principio di rappresentatività, dovrebbero individuare, nell'ambito degli spazi di autonomia previsti dal vigente diritto societario, soluzioni che consentano l'assunzione di decisioni autorevoli, rapide e responsabili.

Per le realtà che hanno adottato il modello tradizionale, una soluzione ad oggi frequentemente sperimentata è ravvisabile nel conferimento di ampie deleghe esecutive a pochi amministratori, che autonomamente (o nell'ambito dell'attività svolta da organismi collegiali ristretti, quali ad esempio il comitato esecutivo) si facciano carico di garantire l'effettiva attuazione della strategia e della buona gestione aziendale. Tali amministratori istruiscono ed impostano a tutti gli effetti l'attività amministrativa, prevedendo periodiche rendicontazioni sistematiche e puntuali rivolte all'intero organo di amministrazione, che nel suo insieme dovrebbe svolgere una funzione di controllo a garanzia del rispetto delle condizioni di responsabilità globale e di equo trattamento di tutti gli stakeholder.

Anche l'adozione del modello dualistico verticale sembrerebbe una soluzione interessante per rispondere alle problematiche connesse alla numerosità degli organi di governo. Il conferimento del mandato da parte della proprietà al consiglio di sorveglianza (con funzioni di vigilanza e supervisione), con poteri di nomina del consiglio di gestione (a cui viene affidata l'amministrazione della società), potrebbe infatti ben rispondere alle esigenze di rappresentatività degli enti locali e al tempo stesso alle esigenze di responsabilizzazione e snellezza decisionale in capo all'organo deputato alla gestione. La garanzia della rappresentatività può trovare riscontro in una ampia composizione dell'organo di supervisione, che a sua volta

potrebbe divenire la sede nella quale gli enti locali esercitano efficacemente e professionalmente le proprie prerogative di controllo e di indirizzo strategico.

Quanto proposto non permette comunque di superare le criticità connesse al fatto che l'ente locale mantiene il diritto di nominare la maggior parte degli amministratori e che quindi permane il rischio che costoro possano essere orientati a indirizzare il governo dell'impresa verso il soddisfacimento delle attese e degli interessi degli enti che li hanno nominati, a discapito di una più ampia visione d'insieme e di logiche di responsabilità globale nell'amministrare.

Per evitare il rischio di un approccio di governance parziale e sbilanciato a favore di specifici gruppi di stakeholder, gli organi di governo aziendale dovrebbero prevedere una percentuale significativa di amministratori indipendenti, cioè di membri che non presentino legami con la proprietà e l'impresa tali da influenzarne potenzialmente l'autonomia decisionale.<sup>6</sup> Ad oggi, solo nelle imprese quotate si assiste ad una previsione in tal senso, in quanto per tali realtà vige la necessità di adeguarsi alle raccomandazioni predisposte dagli organi di gestione e vigilanza del mercato dei capitali.

La presenza di amministratori indipendenti rappresenta, in effetti, un modo per garantire un'efficace azione di controllo sulle decisioni amministrative, fondata su una reale equidistanza da tutti gli interessi confluenti in impresa. Sebbene infatti l'indipendenza di giudizio sia un atteggiamento richiesto in linea generale a tutti gli amministratori, che dovrebbero operare sempre secondo tale principio in forza della consapevolezza dei diritti e dei doveri connessi alla propria carica, l'esistenza di legami privilegiati può indurre a favorire particolari attese.

---

<sup>6</sup> Il Codice di Autodisciplina stilato nel 2006 dal Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana Spa definisce amministratori indipendenti coloro che “non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con la società o con soggetti legati alla società, relazioni tali da condizionarne l'autonomia di giudizio”.

Il problema della definizione delle condizioni d'indipendenza non è comunque di facile soluzione, in specie con riferimento all'ampiezza delle relazioni con il proprietario pubblico, e si presta a potenziali atteggiamenti opportunistici. In effetti, l'indipendenza degli amministratori è difficilmente apprezzabile: sebbene un amministratore possa essere formalmente indipendente dall'impresa, ciò non esclude l'eventuale esistenza di collegamenti con taluni amministratori locali. Il problema potrebbe essere risolto solo a fronte di atteggiamenti trasparenti finalizzati a chiarire la reale indipendenza degli amministratori, anche mediante la diffusione di un'adeguata informativa sull'esperienza, sul curriculum e sulla professionalità di tali figure.

Da ultimo, pare opportuno sottolineare che le imprese locali di pubblica utilità dovrebbero porre particolare attenzione anche al profilo dei meccanismi di remunerazione dei vertici aziendali, che di fatto possono notevolmente condizionare la capacità dell'impresa di attrarre soggetti con profili e competenze elevate. Le imprese in oggetto dovrebbero individuare modalità e forme, anche quantitative, di remunerazione in linea con il mercato e con le imprese operanti in altri settori. In tal senso, si ritiene che le imprese locali di pubblica utilità dovrebbero prevedere meccanismi di remunerazione degli amministratori esecutivi e del management collegati ai risultati economici e sociali conseguiti dall'azienda.

Sebbene le forme di remunerazione proposte possono rappresentare un efficace strumento anche per garantire un allineamento dell'operato degli amministratori alle finalità istituzionali dell'impresa, attualmente sono assai poco frequenti i casi noti di introduzione di strumenti di incentivazione economica del management mediante forme di remunerazione variabile collegate ai risultati economico-finanziari dell'impresa e all'attuazione di progetti strategici di sviluppo.

I meccanismi comunemente adottati spesso non sono chiari e solo alcune realtà quotate si caratterizzano per aver introdotto un apposito comitato per la remunerazione. Al riguardo è possibile affermare che la maggior parte delle imprese locali di pubblica utilità dovrebbe sviluppare un percorso tale da garantire una maggiore chiarezza interna ed una migliore trasparenza verso l'ambiente.

### **3.3 I processi di corporate governance e il dialogo con gli stakeholder**

I cambiamenti intervenuti e le prospettate evoluzioni dei sistemi di corporate governance delle imprese locali di pubblica utilità, unitamente all'affermazione della stakeholder view, hanno accentuato anche per tali aziende il ruolo della comunicazione istituzionale d'impresa che "... si prefigge primariamente la qualificazione dell'immagine e la diffusione della notorietà, al fine di un durevole e generalizzato consenso sociale esterno, ancorché talora l'attenzione sia prevalentemente incentrata su particolari fenomeni riconducibili ad operazioni e percezioni rilevanti a livello di efficace sviluppo della struttura aziendale nel suo complesso o segnatamente dell'assetto istituzionale<sup>7</sup>".

La comunicazione istituzionale si configura pertanto quale processo di corporate governance che partecipa, unitamente all'attività di amministrazione e di controllo, ad incrementare la capacità dell'impresa di perseguire le proprie finalità istituzionali. In effetti, l'efficace e duraturo sviluppo delle aziende è strettamente vincolato alla capacità degli organi di governo aziendale di definire una costruttiva interazione intra-organizzativa e con l'ambiente aziendale, basata sul dialogo costruttivo e alimentata dalla veicolazione di un insieme di messaggi aziendali chiari, coerenti e idonei a soddisfare le attese conoscitive degli stakeholder.

In proposito, gli organi di governo aziendali dovrebbero sviluppare un sistema di comunicazioni ampiamente comprensibili, veritiere ed esaustive rivolte (Figura 3.1):

- da un lato, agli attori interni all'impresa che partecipando stabilmente allo sviluppo della gestione ed alla realizzazione dei risultati;

---

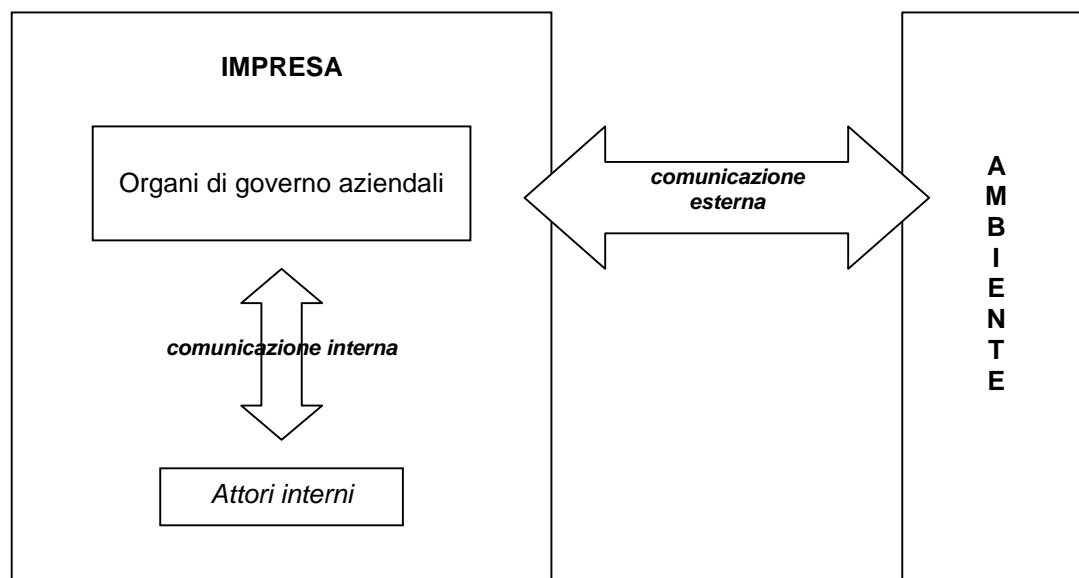
<sup>7</sup> D.M. Salvioni (1992), Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa, Torino, Giappichelli.

- dall'altro lato, agli stakeholder aziendali esterni che, pur istituendo relazioni con l'impresa, non partecipano alla governance della stessa.

La comunicazione diretta agli attori interni al sistema aziendale partecipa al reale e corretto orientamento della condotta aziendale verso il perseguimento delle finalità istituzionali. In particolare, i messaggi veicolati all'interno dell'azienda supportano i sistemi aziendali di amministrazione e controllo, nell'ambito dell'insieme dei processi diretti a coordinare le operazioni aziendali e a monitorarne l'efficienza e l'efficacia.

Al riguardo, l'attuale scenario delle imprese locali di pubblica utilità appare particolarmente eterogeneo. Sebbene infatti il processo di privatizzazione rappresenti un fattore di stimolo allo sviluppo di sistemi di amministrazione e di controllo avanzati e di correlate forme di comunicazione, al momento solo le realtà di grandi dimensioni sembrano essere intervenute in tal senso.

*Figura 3.1 La comunicazione nella corporate governance*



In effetti, le aziende municipalizzate che sul finire del secolo scorso hanno vissuto processi di sviluppo e di forte crescita dimensionale, ancor prima di essere privatizzate ed eventualmente quotate, hanno dovuto introdurre innovativi strumenti di programmazione e controllo, codificare i processi e le procedure aziendali e

sviluppare un'adeguata comunicazione interna, al fine di poter gestire correttamente le crescenti complessità aziendali.

In effetti, le imprese di pubblica utilità di maggiori dimensioni presentano oggi sistemi di comunicazione interna e processi di amministrazione e controllo in linea con quelli delle altre imprese private più avanzate. Per contro, le realtà di minori dimensioni riportano evidenti difficoltà di adattamento all'evoluzione del contesto di riferimento, avendo non di rado sistemi di comunicazione interna arretrati e carenti.

In stretta consonanza con le comunicazioni rivolte agli operatori interni, le informazioni veicolate agli stakeholder esterni perseguono l'obiettivo prioritario di soddisfarne le attese conoscitive e valutative di tutti gli stakeholder.

La dottrina economico-aziendale ha frequentemente sottolineato che la corporate governance delle imprese dovrebbe prevedere strumenti e meccanismi che permettano di coltivare relazioni chiare e trasparenti con tutti gli attori rilevanti<sup>8</sup>. In altre parole, l'attenzione ai sistemi e alle procedure di governo aziendale – da cui promana la razionalizzazione tra risorse acquisite, attività sviluppate e risultati conseguiti – pur configurandosi quale elemento essenziale non è comunque una condizione sufficiente per la formalizzazione di modelli di corporate governance ottimali, in grado di coltivare un solido e non effimero consenso da parte degli stakeholder sull'azienda ed il suo operato.

---

<sup>8</sup> Il tema della trasparenza risulta ampiamente dibattuto nella letteratura economico-aziendale. In particolare, tutti gli autori tendono a concordare sull'importanza della trasparenza e sulle difficoltà di affermazione della stessa.

Per una trattazione dettagliata sull'argomento, si rinvia – tra gli altri – a: Salvioni D. M. (2002), “Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria”, *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 2; A. Fung, M. Graham e D. Weil (2007), *Full disclosure, The perils and promise of transparency*, Cambridge University Press, New York; Coda V. (1997), “Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto”, in *Scritti di economia aziendale in memoria di Raffaele D'Oriano*, tomo primo, Cedam; Fiori G. e Tiscini R. (2005) (a cura di), *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa aziendale*, FrancoAngeli, Milano.

In effetti, gli stakeholder, al fine di poter sviluppare corretti processi cognitivi e valutativi, sono portatori di una serie di attese informative su:

- i risultati economici e l'evoluzione patrimoniale dell'azienda;
- il profilo etico dell'impresa ed i collegati risultati sociali ed ambientali;
- le strutture e le procedure di corporate governance delle quali l'impresa si è dotata per il perseguimento delle proprie finalità e, in particolare, per definire linee di sviluppo idonee a generare crescita di valore e sviluppo sostenibile.

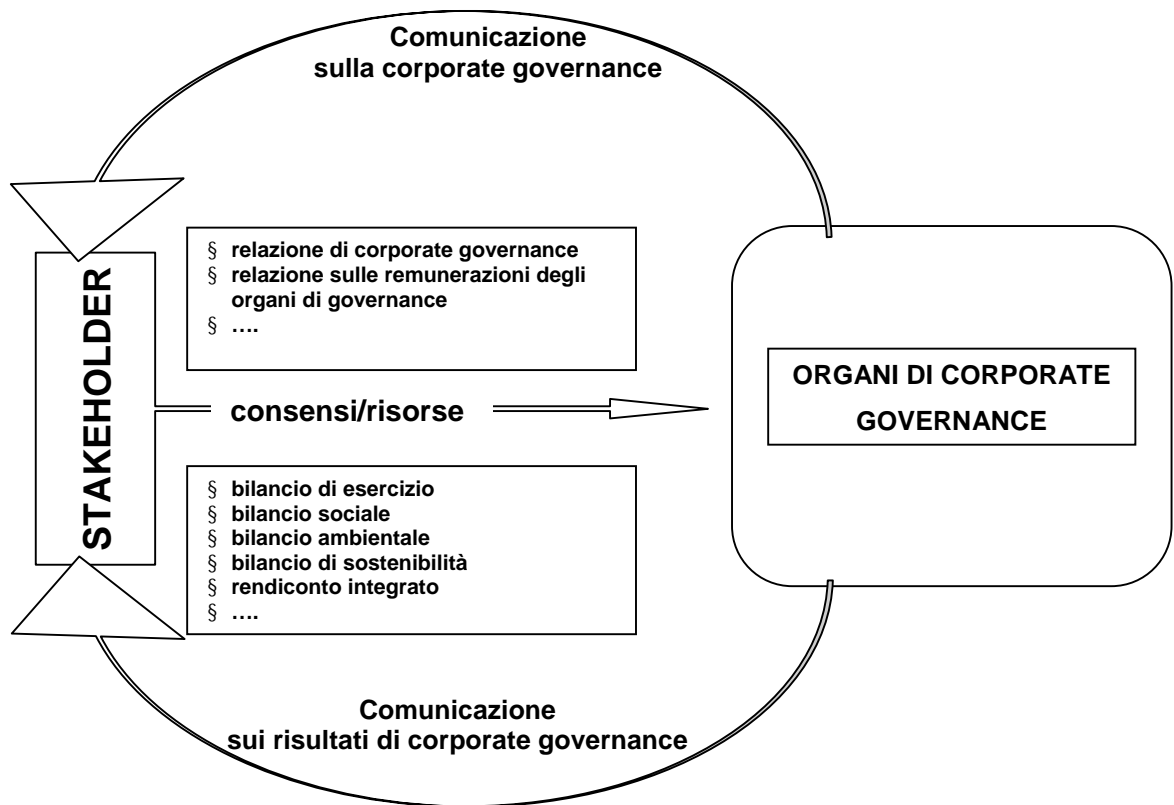
Le caratteristiche dei beni economici di pubblica utilità e le specifiche relazioni che le imprese locali di pubblica utilità instaurano con gli enti locali e con la collettività di riferimento, rendono del tutto peculiare, ampio ed eterogeneo l'insieme di attese informative convergenti.

Lo sviluppo di una corretta comunicazione istituzionale da parte delle imprese locali di pubblica utilità, al pari di tutte le altre imprese, dovrebbe comprendere un insieme integrato e completo di rendiconti periodici, volti a riassumere come l'impresa abbia sviluppato la corporate governance e quali siano stati i risultati conseguiti.

Nel contesto delineato, è quindi possibile proporre una classificazione della comunicazione istituzionale diffusa dagli organi di corporate governance diretta a separare, in funzione dell'oggetto principale dei messaggi:

- la comunicazione sull'attività e i risultati di corporate governance, considerata nelle sue molteplici e differenti dimensioni: economica, sociale ed ambientale;
- la comunicazione sulla corporate governance, avente per oggetto i principi, le strutture e i processi di corporate governance adottati dall'impresa.

Fig. 3.2 – Classificazione della comunicazione di corporate governance in funzione dell'oggetto principale dei messaggi



L'attuale scenario dimostra una certa disattenzione da parte delle imprese di pubblica utilità alle tematiche della rendicontazione ed una situazione di relativa arretratezza; tali fenomeni sono peraltro comuni ad un elevato numero di imprese operanti anche in altri settori e con capitale interamente privato.

Ad evidenza, l'osservazione della realtà italiana tende a rimarcare una profonda differenza, in termini di comunicazioni agli stakeholder, tra imprese quotate e non quotate: le prime tendono ad evidenziare l'impiego di un numero elevato di comunicazioni istituzionali veicolate mediante l'impiego di canali diretti ad agevolare il raggiungimento delle informazioni da parte di vaste classi di pubblico; le seconde, invece, paiono poco sensibili alla comunicazione, rispetto alla quale tendono ad assumere un atteggiamento reticente, basato sul mero rispetto dei vincoli minimali di carattere normativo.

La suesposta distinzione di carattere generale domina anche il comparto delle public utilities, in cui: le realtà quotate, soggette a regole specifiche, tendono ad evidenziare la diffusione di un più ampio numero di rendiconti; tutte le altre imprese riportano spesso l'inesistenza di documenti informativi in aggiunta a quelli strettamente previsti dalla legge e molto spesso tali documenti integrativi risultano incompleti e poco efficaci.

La comunicazione sull'attività e sui risultati di corporate governance, dato il confluire nelle imprese di attese economiche, sociali ed ambientali, dovrebbe essere declinata rispetto alle citate dimensioni, mediante l'adozione di rendiconti economici, sociali ed ambientali, ovvero comunicazioni variamente incentrate sull'integrazione dei precedenti rendiconti nell'ambito di un unico documento di sintesi.

Sebbene quanto affermato valga in linea generale per tutte le imprese private, ciò acquisisce ancor più valore le imprese locali di pubblica utilità, in seguito all'evolversi del rapporto con gli enti locali di riferimento, alla modifica degli assetti proprietari e al mutare degli interlocutori sociali rilevanti.

L'azionista pubblico, pur riponendo un chiaro interesse all'analisi e alla valutazione delle performance economiche e della situazione patrimoniale dell'impresa, è fortemente interessato anche all'effettiva attuazione delle politiche aziendali, all'effettivo grado di efficienza e qualità raggiunto e al perseguimento delle finalità sociali di sviluppo e tutela delle comunità servite. La diffusione di un'informativa integrata rivolta a tale stakeholder potrebbe rappresentare un presupposto per il raggiungimento di maggiori gradi di autonomia da parte degli enti locali, in quanto permetterebbe il soddisfacimento delle attese conoscitive detenute dagli stessi e quindi potrebbe escludere la previsione di altre forme di controllo che spesso interferiscono con la gestione aziendale.

I processi di privatizzazione e quotazione, intervenendo sulla composizione degli assetti proprietari, hanno aperto il capitale sociale a particolari tipologie di azionisti, quali gli investitori istituzionali e i piccoli risparmiatori. Costoro appaiono sempre più sensibili alla capacità dell'impresa di integrare l'informativa obbligatoria per

legge (i cui contenuti sono prevalentemente economico-finanziari) con ulteriori elementi che consentano di apprezzare il valore attuale e prospettico dell'impresa, nonché le relativa potenzialità di mantenimento anche in base all'effettivo rispetto delle responsabilità sociali (risultati sociali) ed ambientali.

Infine, la gestione del consenso degli stakeholder si configura del tutto particolare per le imprese in oggetto, in quanto queste sono chiamate a governare le relazioni con una classe peculiare di interlocutori sociali: gli utenti / cittadini. Ciò è possibile unicamente mediante lo sviluppo di politiche comunicative finalizzate a diffondere un'adeguata informativa alla propria collettività di riferimento circa gli obiettivi e i programmi aziendali, i risultati conseguiti e le politiche volte a garantire adeguati livelli qualitativi e quantitativi dei beni economici di pubblica utilità. Allo stato, però, l'unica forma di comunicazione agli utenti sufficientemente sviluppata pare essere quella strettamente di carattere commerciale, incentrata sulla fornitura del servizio.

Le informazioni strettamente attinenti ai risultati della corporate governance, pur essendo necessarie, non consentono una completa valutazione delle scelte di corporate governance adottate dall'azienda. In effetti le attese conoscitive confluenti in azienda si connettono altresì all'esercizio complessivo dell'attività aziendale, anche con riferimento alle strutture e alle procedure che i vertici aziendali hanno adottato per lo sviluppo dell'impresa e per il mantenimento di proficue relazioni con l'ambiente. Ad evidenza, il corretto svolgimento delle funzioni di amministrazione e di controllo, la composizione dell'organo amministrativo e di quello di controllo, il trattamento attribuito alle informazioni societarie, i processi di nomina e di remunerazione degli amministratori, gli eventuali conflitti di interesse ed il comportamento assunto con riguardo alle operazioni con parti correlate, sono tutte informazioni in grado di consentire l'apprezzamento della correttezza potenziale della corporate governance aziendale.

Inoltre, le imprese locali di pubblica utilità sono sempre più frequentemente osservate e valutate sotto il profilo della propria capacità di prevedere e sviluppare meccanismi strutturali e procedurali in grado di contrastare logiche di governo – talvolta palesemente scorrette e irresponsabili – finalizzate a privilegiare

esclusivamente poche classi di stakeholder (ad esempio gli azionisti di controllo) a discapito delle classi meno rappresentate e tutelate.

Infine, il peculiare rapporto precedentemente descritto tra gli organi di governo e il proprietario pubblico, tipico di quelle imprese che sono state privatizzate solo parzialmente, enfatizza le esigenze informative detenute dagli stakeholder in merito a quali siano le strutture e i processi di governo di cui l'impresa si è dotata per ottenere il necessario equilibrio tra istanze di autonomia dei vertici aziendali e prerogative di indirizzo da parte dell'ente locale.

I processi di privatizzazione e di accrescimento dimensionale che stanno caratterizzando le imprese locali di pubblica utilità enfatizzano pertanto il ruolo della comunicazione sulla corporate governance per la gestione delle relazioni con i propri interlocutori aziendali, quale insieme di messaggi finalizzati ad illustrare il modello di corporate governance adottato dall'azienda e a descriverne le concrete modalità di attuazione.

Quanto affermato acquisisce ancor più valore per quelle aziende che, in seguito a processi di quotazione su mercati di capitale e a processi di globalizzazione, sono al centro di un assai ampio ed eterogeneo insieme di interessi, economici e sociali. Inoltre, per tali aziende, l'appetibilità del titolo azionario è riconducibile non solamente alla capacità passata, presente e futura dell'impresa di generare risultati adeguati, ma anche a quali siano le caratteristiche del sistema di corporate governance adottato dall'azienda.

In conclusione, le imprese locali di pubblica utilità dovrebbero sviluppare un'attenta comunicazione finalizzata a diffondere nell'ambiente chiare e complete informazioni sul proprio sistema di corporate governance, ponendo particolare enfasi sugli aspetti più rappresentativi, riconducibili: al ruolo esercitato dall'azionista pubblico; alle procedure adottate per la selezione e la nomina di vertici aziendali di elevato spessore professionale; ai meccanismi adottati per coinvolgere e tutelare l'azionariato di minoranza e gli altri stakeholder aziendali.

### **3.4 La trasparenza nella corporate governance**

Lo sviluppo di un sistema di comunicazione rivolta agli stakeholder ed efficace – capace cioè di fornire adeguate risposte alle attese conoscitive degli interlocutori aziendali – non può prescindere dall’adozione di una generale e diffusa cultura improntata alla trasparenza.

La trasparenza, infatti, rappresenta una premessa essenziale per la creazione di positive relazioni con gli stakeholder e, a tutti gli effetti, un’opportunità di cui l’azienda dispone per gestire il consenso e la fiducia dei propri interlocutori.

Gli organi di governo aziendale dovrebbero adottare scelte ed atteggiamenti orientati alla reale volontà di trasferire tutti gli elementi informativi necessari a sostenere i processi conoscitivi e valutativi degli stakeholder. D’altra parte, in presenza di organi di corporate governance poco propensi ad assumere comportamenti trasparenti – se non addirittura orientati alla reticenza o all’opacità – la comunicazione perde gran parte della sua funzione di strumento per la gestione del consenso e per l’ottenimento di risorse, assumendo talora connotazioni negative nel rapporto costi/benefici.

Quanto affermato vale per tutte le imprese: private, pubbliche, profit oriented e non profit. L’adozione di una corporate governance trasparente si configura però quale elemento di ampia rilevanza strategica per le imprese locali di pubblica utilità, in considerazione delle peculiarità dell’assetto istituzionale, del rapporto con l’azionista pubblico e delle attese detenute dagli stakeholder.

Per qualsiasi impresa, indipendentemente dalla tipologia di beni economici prodotti ed erogati e dai rispettivi settori economici di appartenenza, la volontà di soddisfare le attese conoscitive e la trasparenza trovano fattori di impulso nelle norme (nazionali ed internazionali) e nelle raccomandazioni vigenti nei diversi paesi.

Pertanto, anche per le imprese locali di pubblica utilità, con riferimento alla comunicazione d’impresa, è possibile distinguere tra:

- informativa obbligatoria, derivante da fattori di vincolo di carattere normativo, aventi lo scopo di tutela dei terzi e di garanzia informativa per gli stakeholder;
- informativa volontaria, sviluppata autonomamente da ciascuna impresa a completamento ed integrazione dell'informativa obbligatoria.

La comunicazione obbligatoria raccoglie l'insieme dei messaggi veicolati dall'azienda in ottemperanza a obblighi normativi che definiscono i requisiti minimi relativamente ai contenuti, alla forma e alle modalità di diffusione presso il pubblico delle informazioni. Tali obblighi normativi, in genere, assumono specifiche caratteristiche e rilevanza in rapporto alla forma giuridica, alle scelte di negoziazione del capitale di rischio ed alle dimensioni d'impresa. I vincoli alla comunicazione sono motivati dalla necessità, in capo al legislatore, di garantire i molteplici interessi e le molteplici attese informative che gli *stakeholder* ripongono nell'impresa.

Il processo di privatizzazione, trasformando le imprese locali di pubblica utilità in società di capitale, ha assoggettato anche tali aziende alle vigenti norme in materia di comunicazione d'impresa, stimolandole verso atteggiamenti in alcuni casi del tutto innovativi, attesa una diffusa propensione in capo alle imprese municipalizzate a non prevedere alcuna forma di rendicontazione al di fuori dello stretto ambito dell'ente di riferimento.

L'esistenza di fattori di vincolo normativo non è comunque condizione sufficiente per garantire la qualità della comunicazione d'impresa, che non può ritenersi completa se sviluppata unicamente in ottemperanza a obblighi di legge. In effetti, le prescrizioni normative lasciano un ampio margine di discrezionalità alle singole imprese, conseguentemente l'esaustività e la completezza delle informazioni contenute nei documenti pubblicati sono significativamente influenzate dal reale atteggiamento assunto dagli organi di governo aziendale.

I vincoli normativi rappresentano indicazioni a validità generale, la cui corretta applicazione presuppone il recepimento degli stessi nell'ambito di un progetto di comunicazione coerente con le specifiche realtà in cui trova applicazione, effettivamente idoneo a soddisfare le attese conoscitive dei diversi interlocutori.

Pertanto, la comunicazione obbligatoria deve essere opportunamente strutturata ed integrata da informazioni volontarie, dirette a colmare i fabbisogni conoscitivi rimasti insoddisfatti pur senza rinunciare alla protezione delle informazioni sensibili.

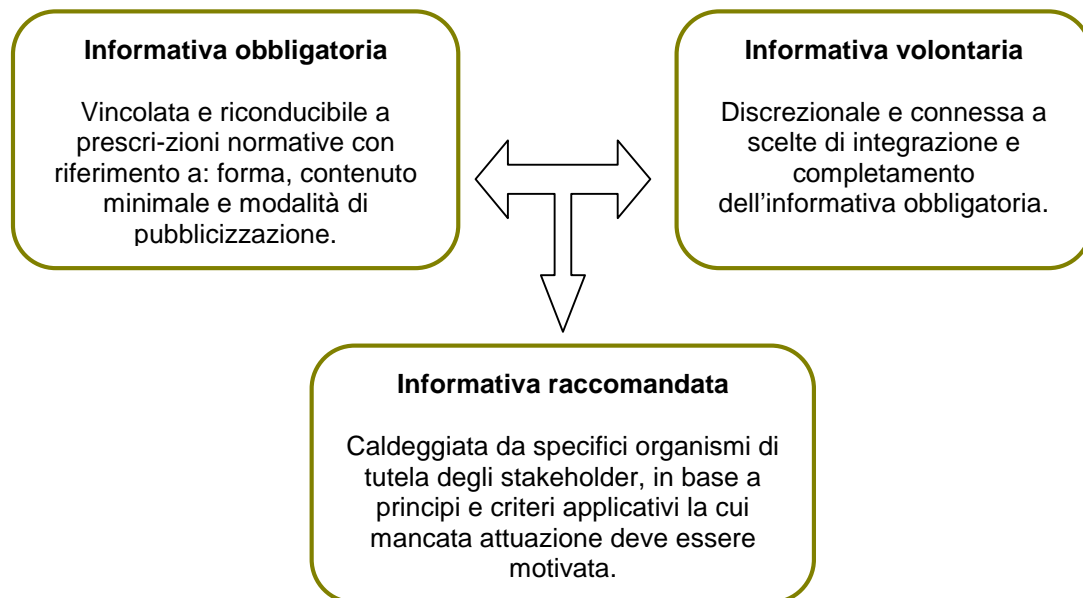
Con precipuo riferimento alle modalità di negoziazione del capitale sociale, le comunicazioni volontarie si prestano ad essere distinte in due sotto categorie, rispettivamente riconducibili a: la comunicazione volontaria “raccomandata”; la comunicazione volontaria “libera”.

La comunicazione volontaria “raccomandata” raccoglie l’insieme delle informazioni veicolate volontariamente dalle aziende per le quali, pur non vigendo obblighi normativi, sono previste specifiche raccomandazioni in termini di contenuti, forma e tempistica di diffusione. Le raccomandazioni pervengono, in genere, da enti di regolamentazione e di vigilanza dei mercati finanziari, i quali rivestono un ruolo propositivo, stimolando la diffusione di comportamenti trasparenti.

Nei casi in cui il processo di privatizzazione si è perfezionato con la collocazione di parte del capitale sociale nel mercato finanziario, le imprese locali di pubblica utilità sono state chiamate a confrontare le proprie strategie e forme comunicative con gli interventi regolamentativi e di best practice rivolti dagli organismi di vigilanza e regolamentazione del mercato dei capitali a tutte le imprese quotate.

La comunicazione volontaria “libera” è l’insieme residuale della comunicazione d’impresa, nel quale rientrano le informazioni diffuse in base a scelte di governance, in assenza di vincoli normativi e di qualsiasi forma di raccomandazione. In questa fattispecie, sono le imprese che decidono quando, cosa, come ed a chi comunicare. La comunicazione volontaria “libera” riflette pertanto le modalità selezionate per mantenere positive relazioni con gli stakeholders, sebbene le stesse siano spesso adottate a seguito di studi e/o di interventi professionali volti a sottolinearne l’importanza, a definirne i principi essenziali ed i riferimenti di *best practice*.

Figura 3.3. – I fattori di orientamento della comunicazione di corporate governance



Alla luce della classificazione proposta, si noti che le imprese locali di pubblica utilità non sono soggette a specifiche norme o regolamentazioni in materia di comunicazione sulla corporate governance. Ne deriva che anche per tali imprese, alla stregua di tutte le altre unità operative a capitale privato non facenti parte di settori soggetti a specifiche regolamentazioni (ad esempio, banche, assicurazioni, ecc), la comunicazione in oggetto è riconducibile alla sfera della volontarietà.

Sebbene infatti si stia ormai consolidando l'impostazione secondo la quale le informazioni sulla corporate governance rappresentano un elemento fondamentale per l'efficacia aziendale, ad oggi i singoli legislatori non hanno previsto specifici vincoli normativi in materia e l'approccio preferito risulta quello di affidare lo sviluppo di utili riferimenti per tali politiche informative alle sfere autodisciplinari e della best practice.

Attualmente le istituzioni che gestiscono i mercati finanziari hanno previsto una serie di interventi regolamentativi in materia di comunicazione sulla corporate governance. Parallelamente autorevoli enti internazionali e nazionali, nonché gruppi di studio – composti da esponenti accademici, del mondo imprenditoriale e del mondo professionale – hanno diffuso una serie di linee guida, che rappresentano

importanti punti di riferimento a supporto delle imprese che intendono sviluppare una comunicazione chiara, completa e trasparente.

L'adozione di corretti indirizzi di corporate governance presuppone, comunque, un orientamento alla trasparenza; ciò enfatizza come, anche le imprese locali di pubblica utilità, in funzione della numerosità degli interessi coinvolti nella gestione, siano chiamate a valutare attentamente il proprio modo di relazionarsi con l'ambiente in termini di informativa sulle strutture e sulle procedure di governo adottate. Siffatto comportamento, inoltre, risulta regolamentato per le unità che negoziano il capitale di rischio nei mercati borsistici, mentre è puramente discrezionale per tutte le altre imprese. In proposito, si rimarca che, in considerazioni delle caratteristiche dell'attività e degli interessi coinvolti, le imprese in oggetto dovrebbero porre particolare attenzione alla comunicazione sulla corporate governance, indipendentemente dalle regolamentazioni cui possono essere assoggettate in seguito ai processi di quotazione.

A questo punto, pare interessante e utile comprendere se il processo di privatizzazione ha positivamente influenzato la trasparenza della corporate governance delle imprese locali di pubblica utilità, stimolando tali realtà ad adottare chiare e complete comunicazioni anche in materia di principi, processi e strutture di governo societario. In tal senso, si intende sviluppare un'analisi dell'attuale scenario, procedendo secondo le seguenti fasi:

- l'analisi dei vincoli normativi e regolamentativi nonché delle raccomandazioni e delle esperienze di best practice rivolte a tutte le imprese, indipendentemente dal settore economico di appartenenza. Ciò al fine di individuare quali siano gli ambiti e i confini all'interno dei quali attualmente si muove la comunicazione sulla corporate governance;
- l'analisi della comunicazione sulla corporate governance effettivamente diffusa dalle imprese locali di pubblica utilità quotate sul mercato finanziario italiano, al fine di comprendere quale sia l'attuale propensione delle imprese in oggetto a descrivere il proprio sistema di corporate governance, con particolare attenzione agli aspetti peculiari in precedenza descritti.

Il riferimento empirico alle società quotate, seppure parziale, risulta una scelta pressoché obbligata, poiché da un'analisi a più ampio raggio, si è potuto riscontrare la scarsa sensibilità alla comunicazione sulla corporate governance da parte delle aziende privatizzate ma non quotate<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> In effetti, da una ricerca condotta dal CREAP (Centro di Studi e Ricerca sull'Economia delle Amministrazioni e delle Aziende di Pubblici Servizi) del Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università di Brescia e coordinata dalla Prof.ssa D. Salvioni risulta che le società non quotate non redigono alcun documento dedicato alla corporate governance.

Dalla ricerca, che ha interessato 106 aziende di servizi di public utilities (comprendendo 17 società quotate e 99 società non quotate), emerge che nel 2006 solo quattordici imprese – tutte quotate – hanno divulgato una autonoma relazione sulla corporate governance.



## CAPITOLO 4

### LA COMUNICAZIONE SULLA CORPORATE GOVERNANCE

SOMMARIO: 4.1. La comunicazione sulla corporate governance nel contesto internazionale – 4.2. La comunicazione sulla corporate governance in Italia – 4.3. La relazione sulla corporate governance – 4.4. I contenuti della relazione sulla corporate governance – 4.5. Il canale di diffusione delle relazioni sulla corporate governance

#### 4.1. La comunicazione sulla corporate governance nel contesto internazionale

La comunicazione sulla corporate governance rientra tuttora nella sfera delle informazioni a diffusione volontaria, sebbene si stia ormai consolidando - a livello nazionale e internazionale - l'impostazione secondo la quale si tratta di un insieme di elementi conoscitivi fondamentale per l'efficacia aziendale. In effetti, al momento i singoli legislatori hanno previsto solo riferimenti parziali e non strutturati in materia, mentre l'approccio preferito pare potersi ricondurre al rinvio per la predisposizione di utili riferimenti alle sfere autodisciplinari e della best practice.

A livello internazionale, in epoca recente sono stati predisposti documenti di indirizzo e di raccomandazione in merito alla forma e ai contenuti della comunicazione sulla corporate governance. Al riguardo si segnala (Tabella 11.1) il documento su *“Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure”* predisposto nel 2006 dall'O.N.U. e la Direttiva comunitaria 2006/46/CE elaborata ad integrazione e rettifica delle direttive contabili (IV e VII).

Nei menzionati interventi è ravvisabile la comune volontà da parte degli enti sovra-nazionali di rispondere agli effetti della crescente globalizzazione dell'economia e dei mercati dei capitali e più precisamente all'abbattimento delle barrire spazio-temporali dell'arena competitiva – dei beni economici e dei capitali – nella quale le imprese oggi operano.

Ad evidenza, i fenomeni di globalizzazione, unitamente alla diffusione di nuove tecnologie comunicative, hanno permesso il superamento dei confini geografici e

reso sempre più frequenti i confronti tra realtà aziendali e stakeholder caratterizzati da sistemi culturali, normativi e storici profondamente diversi. Da ciò è nata l'esigenza in capo agli enti sovra-nazionali di fornire standard comuni ed esempi di best practice, cui le aziende possano riferirsi per diffondere comunicazioni sulla corporate governance vastamente comprensibili, trasparenti e confrontabili.

*Tabella 4.1 – I principali interventi internazionali in materia di comunicazione sulla corporate governance*

Ente estensore	Anno	Documento
O.N.U.	2006	Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure
Unione Europea	2006	Direttiva comunitaria 2006/46/CE

Un'ulteriore elemento caratterizzante gli interventi degli enti sovra-nazionali è riconducibile all'approccio adottato, che naturalmente si caratterizza per lasciare ampi margini di volontarietà alle aziende. Gli enti in oggetto non hanno difatti diretta potestà normativa e pertanto possono limitarsi a stimolare eventuali successivi interventi normativi da parte di singoli legislatori nazionali.

Inoltre, l'impostazione secondo la quale gli obblighi normativi in materia di comunicazione – sebbene fondamentali in quanto volti a definire una serie di vincoli di comune applicazione – non rappresentano una condizione sufficiente per garantire comunicazioni chiare, trasparenti ed efficaci è ormai condivisa a livello internazionale. In effetti, solo l'adozione da parte degli organi di governo aziendale di una politica comunicativa fortemente orientata a logiche di trasparenza può garantire la diffusione di informazioni che non siano frutto esclusivamente di un mero adempimento burocratico, o della volontà di manipolare il consenso di definiti gruppi di stakeholder.

Il ruolo degli enti sovra-nazionali si associa alla predisposizione e diffusione di raccomandazioni e indicazioni volte a promuovere:

- da un lato, l'intervento da parte dei legislatori e/o degli enti di regolazione nazionali;

- dall'altro lato, il miglioramento dei comportamenti aziendali sulla base di linee guida e documenti che raccolgono la best practice e gli standard ritenuti più validi.

Nel 2006 l'O.N.U. ha pubblicato la “*Guidance on good practices in corporate governance disclosure*”<sup>1</sup> con l'esplicito intento di proporre alle aziende una guida cui le stesse possano volontariamente ispirarsi, nella quale sono evidenziati gli aspetti ritenuti fondamentali per la realizzazione di una comunicazione sulla corporate governance efficace.

In base alla guida in esame, gli organi di governo aziendali dovrebbero sviluppare una comunicazione sulla corporate governance tempestiva, chiara, concisa e precisa, adottando il principio della prevalenza della sostanza sulla forma.

Il documento dell'O.N.U. sottolinea inoltre che la comunicazione sulla corporate governance richiede l'opportuna focalizzazione sulla “comunicazione non finanziaria” e più precisamente sulla descrizione: degli obiettivi di governo e gestionali e della responsabilità d'impresa; delle strutture organizzative e di controllo; dei principali profili di rischio; ed infine, dei diritti degli azionisti.

La guida suggerisce di diffondere le informazioni aventi per oggetto la corporate governance dell'impresa, alternativamente, in una sezione ad hoc del bilancio d'esercizio (*annual report*), ovvero mediante la predisposizione di un'autonoma relazione da diffondere unitamente all'informativa annuale in tema di conti societari. Indipendentemente dal documento utilizzato quale supporto all'informativa in oggetto, si raccomanda alle aziende che la diffusione di tali comunicazioni avvenga anche mediante l'utilizzo delle moderne tecnologie informatiche e telematiche, soprattutto per quei paesi nei quali la comunicazione d'impresa via internet ha piena validità (come è il caso, ad esempio, degli Stati Uniti).

---

<sup>1</sup> O.N.U. (2006), *Guidance on good practice in corporate governance disclosure*, United Nations, Geneva.

Negli ultimi anni, anche l'Unione europea ha prodotto una serie di raccomandazioni in materia di corporate governance, tra cui alcuni interventi rivolti alla comunicazione. Specificamente, risulta significativa la Direttiva comunitaria 2006/46/CE<sup>2</sup> emanata nell'agosto del 2006, alle cui disposizioni gli Stati membri dell'Unione europea dovranno conformarsi entro la fine del 2008.

La Direttiva citata è finalizzata a favorire la genesi di un contesto omogeneo a livello europeo in materia di comunicazione sulla corporate governance. In tal senso, il documento prevede un insieme di regole minimali cui tutte le realtà aziendali sono tenute a conformarsi, anche a seguito dell'intervento dei singoli legislatori nazionali.

In base al documento in esame, alle aziende è richiesta una comunicazione sulla corporate governance in grado di fornire un'adeguata informativa con riferimento a:

- il codice adottato dall'azienda e la prassi applicata (al di là degli obblighi previsti dal diritto nazionale), nonché le eventuali deroghe previste;
- le principali caratteristiche dei sistemi interni di controllo e gestione dei rischi adottati in azienda;

---

<sup>2</sup> Direttiva n. 2006/46/CE adottata il 14.06.2006 – G.U. 224 del 16.08.2006, avente per oggetto: “Modifica delle direttive 78/600/CEE, relativa ai conti annuali di taluni tipi di società, 83/349/CEE, relativa ai conti consolidati, 86/635/CEE, relativa ai conti annuali e ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari, e 91/674/CEE, relativa ai conti annuali e ai consolidati delle imprese di assicurazione”.

<sup>3</sup> La Direttiva in esame non rappresenta peraltro il primo intervento da parte del Consiglio europeo in materia di comunicazione d'impresa e, nello specifico, di comunicazione sulla corporate governance. Le Istituzioni europee erano già intervenute:

- nel 2003 con la Direttiva 2003/6/CE adottata il 28.01.2003 – G.U. 96 del 12.04.2003, avente per oggetto: “L'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato (abusi di mercato)”;
- nel 2006 con la Direttiva 2006/43/CE adottata il 17.05.2006 – G.U. 157 del 9.06.2006, avente per oggetto “Revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, modifica delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE e abrogazione della direttiva 84/253/CEE”.

- gli organi di governo aziendali, ed in particolare la composizione e il funzionamento degli stessi;
- le modalità di funzionamento e il regolamento dell'assemblea degli azionisti.

Inoltre, la Direttiva richiede che le imprese diffondano, secondo logiche trasparenti, adeguate informazioni sulle operazioni con le parti correlate e sulle operazioni per le quali non è prevista un'adeguata informativa nell'ambito del bilancio annuale.

Come si è osservato, la comunicazione sulla corporate governance può trovare primaria collocazione in un documento autonomo, che deve essere diffuso congiuntamente all'informativa periodica in materia di conti annuali e consolidati. Alternativamente, per l'informativa in oggetto può essere prevista una sezione speciale della relazione sulla gestione, anch'essa diffusa annualmente nell'ambito della informativa di bilancio. In entrambi i casi la Direttiva esplicita la responsabilità collegiale degli organi di amministrazione, gestione e sorveglianza con riferimento alla correttezza delle informazioni diffuse.

La Direttiva, infine, pone particolare attenzione alle tecnologie informatiche e telematiche, prevedendo che le informazioni in materia di corporate governance debbano essere diffuse anche mediante l'utilizzo del sito web aziendale.

Gli interventi degli organismi internazionali precedentemente descritti si configurano quali elementi di stimolo rivolti alle singole aziende, ai legislatori ed alle istituzioni di regolamentazione nazionali.

Le aziende che intendono migliorare la propria comunicazione sulla corporate governance, possono infatti trovare negli interventi raccomandativi dei riferimenti circa le informazioni ritenute rilevanti e corrette e sulle relative modalità di rappresentazione e diffusione.

I singoli legislatori e regolamentatori nazionali possono invece desumere dai riferimenti internazionali indicazioni sugli orientamenti generali; inoltre, per quanto riguarda le Direttive europee occorre evidenziare che si tratta di indicazioni per le

quali ai paesi aderenti all'UE è, in genere, dato un intervallo temporale entro il quale uniformare la regolamentazione nazionale.

Con riguardo ai singoli paesi, negli ultimi anni si è assistito ad una copiosa produzione di norme, regolamentazioni e raccomandazioni, volte a promuovere la comunicazione sulla corporate governance, nell'intenzione di facilitare i processi conoscitivi e valutativi degli stakeholder aziendali. Tali interventi, tuttora in corso, risultano destinati prevalentemente alle aziende che si rivolgono ai mercati dei capitali, sebbene rappresentino validi spunti di riflessione per tutte le realtà che intendano confrontarsi positivamente con i propri stakeholder rilevanti.

Peraltro, gli interventi operati dai singoli paesi in materia di comunicazione risultano influenzati dalle peculiarità strutturali, storiche e sociali dei paesi stessi. Conseguentemente, la crescente attenzione da parte dei singoli legislatori e regolamentatori nazionali si è concretizzata in atteggiamenti differenziati. Per tali ragioni la comparazione internazionale evidenzia situazioni eterogenee in termini di indicazioni di carattere sia formale, sia sostanziale.

In ogni caso, il grado di penetrazione delle indicazioni non strettamente vincolanti risulta fortemente influenzato dal contesto storico-economico di ogni singola impresa e dalle scelte in tale ambito adottate dagli organi di corporate governance.

Le precedenti considerazioni rimarcano come, ad oggi, appaia ancora remota e difficoltosa la possibilità di comparare il corpus normativo e regolamentativo dei singoli paesi. Ancor più arduo risulta confrontare la comunicazione sulla corporate governance realizzata da imprese appartenenti a diversi paesi, atteso che l'approccio volontaristico frequentemente adottato favorisce situazioni di notevole difformità anche nell'ambito di imprese appartenenti al medesimo paese.

Da un'analisi di ampio raggio<sup>4</sup>, che ha interessato la maggior parte dei paesi industrializzati ed in fase di crescita economica, è comunque possibile individuare tre principali approcci nell'ambito degli interventi realizzati dai singoli organismi nazionali per indirizzare la comunicazione sulla corporate governance. Più precisamente è possibile distinguere tra:

- Paesi che hanno elaborato specifiche e complete raccomandazioni finalizzate a fornire adeguati orientamenti per la predisposizione di un peculiare documento (spesso denominato “relazione sulla corporate governance”). Tra i paesi rientranti in questa fattispecie si annoverano l'Italia, la Spagna e il Canada, in cui vigono raccomandazioni sia di tipo sostanziale sia di carattere formale-espositivo.
- Paesi che si sono limitati a elencare le principali tematiche in materia di corporate governance sulle quali le imprese dovrebbero informare gli stakeholder. In tali casi frequentemente gli enti regolamentatori e raccomandativi hanno suggerito l'inserimento delle notizie in oggetto all'interno di documenti economico-finanziari (tipicamente il documento annuale di bilancio), la cui predisposizione e diffusione è regolata ex lege. Rientrano in questa fattispecie, ad esempio, la Francia, il Regno Unito, il Belgio, il Lussemburgo, la Svezia, la Danimarca, la Russia e gli Stati Uniti.
- Paesi in cui non si riscontrano interventi in materia, che si caratterizzano pertanto per non aver raccomandato né la predisposizione di una relazione indipendente sulla corporate governance, né l'inserimento di determinate

---

<sup>4</sup>Per i risultati emersi dall'analisi citata si rinvia a Salvioni D.M., Bosetti L. (2006), *Relazione di governance e stakeholder view*, *Symphonya - Emergen Issues in Management*, n.1/2006; Bosetti L., Felappi D., *Corporate governance communication effectiveness in public utilities companies*, in Frattini, a cura di (2007), *Improving business reporting: new rules, new opportunities, new trends*, Giuffrè Editore, Milano.

informazioni nei documenti economico-finanziari obbligatori. Rientra in questa fattispecie, tra gli altri, il Giappone<sup>5</sup>.

Nell'ambito degli approcci precedentemente descritti, i paesi che hanno predisposto forme di raccomandazione relative alla comunicazione sulla corporate governance evidenziano l'aspetto volontaristico attribuito alla comunicazione e gli ampi margini di discrezionalità lasciati alle singole realtà aziendali.

Inoltre, gli enti di regolamentazione e di autoregolazione attribuiscono particolare enfasi alle società quotate nei mercati dei capitali. Tale impostazione trova primaria giustificazione nell'attenzione dedicata ai conferenti di capitale di rischio e nell'esigenza di equità di trattamento degli shareholder. D'altra parte, l'importanza attribuita all'uso del canale internet per la diffusione delle informazioni tende a garantire la simmetria informativa per tutti gli stakeholder.

---

<sup>5</sup> La Germania pare collocarsi in una posizione intermedia tra il secondo e il terzo gruppo di paesi, non presentando raccomandazioni specifiche in tema di comunicazione sulla corporate governance. L'invito alla trasparenza – con l'inserimento di informazioni nella parte descrittiva del bilancio d'esercizio – è talvolta riscontrabile nel codice di autodisciplina per le società quotate, tuttavia risulta più generico rispetto a quanto si evidenzia in altri paesi, oppure focalizza l'attenzione su una definita materia (in particolare, il sistema di remunerazione degli organi di corporate governance).

## **4.2 La comunicazione sulla corporate governance in Italia**

Fino alla metà dell'ultimo decennio del secolo scorso, il sistema italiano si è caratterizzato per aver scarsamente considerato il tema della corporate governance in generale e della comunicazione sulla corporate governance in particolare. La presenza dominante di aziende familiari, l'ingente peso ricoperto dallo Stato nel capitale delle principali realtà industriali, il rilevante ruolo del sistema bancario, sono elementi che nel loro insieme non hanno stimolato, e talvolta hanno frenato, lo sviluppo di un'adeguata attenzione ai sistemi di corporate governance ed alla connessa comunicazione.

Di contro, il processo di globalizzazione dei mercati (dei beni economici e dei capitali) che ha interessato tutti i paesi economicamente sviluppati ed in fase di sviluppo, unitamente agli scandali finanziari di alcune importanti realtà nazionali ed internazionali, hanno stimolato l'intervento del legislatore nazionale e degli organi di regolamentazione e di vigilanza dei mercati dei capitali.

Gli orientamenti che connotano i diversi interventi in oggetto si fondano sulla comune propensione a sviluppare, anche con riguardo al contesto italiano, modelli di organizzazione societaria tali da garantire trasparenti e chiare relazioni con gli stakeholder, al fine di contribuire al miglioramento qualitativo del mercato dei capitali nazionale, mediante il mantenimento ed il consolidamento di un adeguato livello di fiducia da parte degli investitori, degli operatori e delle aziende potenzialmente interessate a processi di quotazione.

Sul finire degli anni Novanta del secolo scorso, si è assistito all'avvio di un ingente processo, tutt'ora non ultimato, di ridefinizione del sistema italiano di corporate governance, teso a consentire una maggiore flessibilità strutturale ed a migliorare le attività di amministrazione, di controllo e di comunicazione di pertinenza dei vertici aziendali. Specificamente, gli organismi coinvolti nel processo in esame hanno accolto l'impostazione, ormai consolidata nella dottrina economico-

aziendale, secondo la quale la comunicazione istituzionale d'impresa (sui risultati di governance e sulla corporate governance) si configura a tutti gli effetti quale presupposto strategico per lo sviluppo di una corporate governance trasparente ed efficace.

Il processo di ridefinizione del sistema di corporate governance italiano si è operativamente tradotto sia in interventi normativi, sia in interventi regolamentativi e raccomandativi. Con riferimento ai primi, il legislatore si è concentrato prevalentemente sull'aspetto strutturale e sui sistemi di corporate governance<sup>6</sup>, coinvolgendo nella maggior parte dei casi tutte le imprese italiane, le quali si sono dovute obbligatoriamente conformare alle prescrizioni legislative. Gli interventi di regolamentazione e raccomandativi hanno sviluppato anche la tematica della comunicazione sulla corporate governance e, pur rivolgendosi in linea generale a tutte le imprese, hanno quali principali interlocutori le società quotate.

Attualmente l'Italia si colloca, nello scenario internazionale, tra i paesi più attivi nella diffusione di specifiche raccomandazioni in materia di comunicazione sulla corporate governance, con riferimento sia ai contenuti sia agli aspetti formali-espositivi. Tali raccomandazioni, si ricorda, rappresentano standard ed esempi di best practice dai quali le imprese che intendono diffondere una comunicazione efficace e trasparente possono ottenere validi elementi di riferimento.

Nel 1999 Borsa Italiana Spa, organismo di regolamentazione del mercato dei capitali italiano, ha pubblicato il "Rapporto sulla corporate governance delle società quotate e codice di autodisciplina", meglio conosciuto come "Codice Preda", dal

---

<sup>6</sup> Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, noto come "Legge Draghi" (Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, entrato in vigore nel luglio del 1998). Riforma del diritto societario, nota come "Riforma Vietti" (Decreto Legislativo 17 gennaio 2003 n.5-6, entrato in vigore il 1° gennaio 2004).

nome dell'allora Presidente del Comitato di Autodisciplina sulla Corporate Governance prof. Stefano Preda<sup>7</sup>.

Il Codice, rivisitato nel 2002 e profondamente revisionato nel 2006, sin dalle origini è stato proposto quale strumento destinato alle aziende e finalizzato a contribuire allo sviluppo di sistemi di corporate governance chiari, trasparenti ed efficaci. Ciò con l'obiettivo di:

- fornire alle aziende quotate linee guida ed esempi di best practice internazionale ai quali conformarsi, anche al fine di potersi meglio confrontare con gli operatori della comunità finanziaria ed economica internazionale;
- contribuire al miglioramento qualitativo del mercato azionario, considerando che una corporate governance efficace e trasparente è uno dei presupposti per il consolidamento della fiducia da parte degli operatori del mercato azionario.

Il Codice ha per oggetto alcuni degli aspetti maggiormente rilevanti con riferimento alle strutture ed ai processi di corporate governance aziendale<sup>8</sup>, affrontati mediante l'esposizione di principi, di criteri generali e di commenti. Al fine di meglio adattarsi a tutte le realtà che possono essere interessate a sviluppare una corretta corporate governance, il Codice propone diverse alternative da adottare in

---

<sup>7</sup> Il Codice Preda si inserisce nell'ambito del processo europeo di autoregolamentazione societaria che ha avuto inizio nel 1992 con la pubblicazione nel Regno Unito del Cadbury Report, seguito dal Rapporto Vienot in Francia nel 1995, dal Rapporto Peters in Olanda nel 1997, da quello Cardon in Belgio e da quello Olivencia in Spagna nel 1998.

<sup>8</sup> Il Codice di Autodisciplina è composto da dodici capitoli, ciascuno dedicato ad uno specifico aspetto della corporate governance aziendale: 1. Ruolo del consiglio di amministrazione; 2. Composizione del consiglio di amministrazione; 3. Amministratori indipendenti; 4. Trattamento delle informazioni societarie; 5. Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione; 6. Nomina degli amministratori; 7. Remunerazione degli amministratori; 8. Sistemi di controllo interno; 9. Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate; 10. Sindaci; 11. Rapporti con gli azionisti; 12. Sistemi di amministrazione e controllo dualistico e monastico.

funzione delle caratteristiche intrinseche di ciascuna azienda (dimensioni della società, composizione della compagine sociale, settore economico di appartenenza), anche per evitare eccessivi appesantimenti della realtà operativa e amministrativa delle singole società.

Il Codice non ha carattere vincolante, essendo improntato al principio di “*comply or explain*”. Il documento in oggetto, pertanto, si configura quale adempimento raccomandato dagli organismi di regolamentazione e vigilanza dei mercati dei capitali, dipendente esclusivamente dalla discrezionalità delle singole aziende, atteso che non sono previste sanzioni in caso di mancata adesione.

L'impostazione volontaristica adottata trova primaria motivazione nell'ormai consolidata convinzione che debba essere il mercato a premiare o sanzionare le società, anche in base al sistema di corporate governance da queste sviluppato. L'approccio fortemente orientato al mercato può efficacemente funzionare solo a condizione che gli operatori del mercato stesso siano in possesso di strumenti valutativi e abbiano a disposizione le informazioni necessarie per poter effettivamente esprimere un giudizio sui sistemi di corporate governance delle singole aziende. In tal senso, il Codice di Autodisciplina non si rivolge esclusivamente alle aziende quale “linea guida” per lo sviluppo di un sistema di corporate governance, ma è destinato anche agli operatori del mercato per: la migliore focalizzazione degli elementi conoscitivi rilevanti; lo sviluppo di attese in relazione alla comunicazione periodica; l'apprezzamento del grado di trasparenza effettiva sui sistemi di corporate governance delle imprese, anche in ottica comparata.

Il Codice, inoltre, proprio per permettere il funzionamento del meccanismo in base al quale le aziende devono essere valutate dal mercato, attribuisce assoluta rilevanza alla comunicazione d'impresa, atteso che la diffusione di un'adeguata informativa in materia di corporate governance è un elemento essenziale affinché gli operatori dei mercati dei capitali possiedano un'adeguata base conoscitiva per poter valutare le aziende e i loro sistemi di governo. Per tale ragione, il principio introduttivo del Codice di Autodisciplina prevede che annualmente le aziende

predispongano e mettano a disposizione del mercato una “relazione sul governo societario” con la quale si dia adeguata informativa su:

- quali raccomandazioni siano state effettivamente applicate e quali siano state le modalità scelte dall’azienda per tradurre operativamente le raccomandazioni stesse;
- gli specifici chiarimenti talvolta esplicitamente richiesti dal Codice di Autodisciplina;
- l’opzione adottata dall’azienda nei casi in cui i singoli principi e criteri applicativi prevedono comportamenti opzionali.

Quanto sopra rimarca come, in linea generale, l’orientamento del Codice di Autodisciplina presupponga un’informativa ispirata al principio “*comply or explain*”. In proposito, il Codice esplicita che, per i principi e i criteri applicativi che abbiano contenuto definitorio, si presume che l’azienda vi si sia attenuta (*comply*) in mancanza di una diversa comunicazione al riguardo. Qualora invece l’azienda dovesse aver deciso di non conformarsi parzialmente o globalmente al Codice, è previsto che la stessa motivi (*explain*) con un’adeguata informativa le ragioni di tale mancata applicazione.

Sebbene il Codice si configuri di per sé quale strumento volontario di best practice e di raccomandazione, lo stesso ha acquisito maggiore importanza in seguito all’adozione da parte di Borsa Italiana Spa di una specifica norma nell’ambito delle “Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa”. Specificamente, la Sezione IA.2.69 impone a tutte le società quotate di informare il mercato sull’adesione alle raccomandazioni contenute nel Codice, al fine di garantire il buon funzionamento del mercato e una corretta informativa societaria.

---

<sup>9</sup> Sezione IA.2.6 “Informazioni sull’adesione alle raccomandazioni contenute nel Codice di Autodisciplina delle società quotate”.

In dettaglio, il primo comma della citata sezione prevede che gli organismi di amministrazione delle società quotate diffondano annualmente un'adeguata informativa circa il proprio sistema di corporate governance ed il grado di adesione al Codice di Autodisciplina. Inoltre, in ottemperanza al principio di “*comply or explain*”, le società devono informare il mercato anche sulle motivazioni che hanno indotto le stesse all'eventuale non applicazione delle raccomandazioni del Codice.

In sintesi, dall'osservazione congiunta delle indicazioni del Codice di Autodisciplina e delle Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana Spa, è possibile affermare che la comunicazione sulla corporate governance si configura quale informativa: volontaria per tutte le aziende che non si rivolgono al mercato dei capitali; raccomandata per tutte le realtà quotate.

Dal punto di vista normativo, il legislatore è intervenuto in merito alla comunicazione d'impresa nel 2005 con la legge n. 262 recante “Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”. Nel complesso la norma tende a diffondere strumenti utili per proteggere gli investitori, intervenendo a tal fine in numerosi ambiti, tra i quali: le modalità di elezione e la composizione degli organi di governo aziendale; l'istituzione di un dirigente aziendale preposto alla redazione dei documenti contabili societari; la disciplina in materia di revisione dei conti; l'informativa societaria e le sanzioni penali e amministrative connesse alle false comunicazioni sociali.

Sotto il profilo informativo, in particolare, merita di essere segnalata la previsione del “reato di false comunicazioni sociali” realizzate tramite la diffusione di bilanci, relazioni e altri documenti previsti dalla legge, i cui contenuti siano stati manipolati al fine di ingannare l'azionariato e gli altri stakeholder<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Oltre al “reato di false comunicazioni sociali” sono stati introdotti anche: il “reato di attentato al risparmio collettivo” nei casi in cui le società quotate dovessero essere responsabili di ingenti abbattimenti del valore del titolo azionario e il “reato di mancata comunicazione dei conflitti di interessi” da parte dei componenti degli organi di amministrazione a danno della società o di terzi.

Il descritto scenario italiano si caratterizza per i notevoli progressi intervenuti negli ultimi anni nel nostro paese in materia di corporate governance e di comunicazione sulla corporate governance. Sempre più frequentemente, inoltre, l'ormai consolidato approccio volontaristico adottato è affiancato da interventi regolamentativi e normativi finalizzati a responsabilizzare le aziende e gli organi di governo delle stesse verso una maggiore chiarezza e trasparenza della comunicazione d'impresa in generale e della comunicazione sulla corporate governance in particolare.

### 4.3 La relazione sulla corporate governance

Il secondo comma della Sezione IA.2.6 delle Istruzioni al regolamento di Borsa Italiana Spa prescrive che le informazioni sulla corporate governance - previste dal già citato primo comma della medesima Sezione - siano diffuse al mercato mediante la predisposizione di un'apposita relazione sulla corporate governance.

L'Italia quindi si colloca nello scenario internazionale precedentemente descritto tra quei paesi che ritengono opportuna la predisposizione di uno specifico documento nel quale inserire l'informativa sulla corporate governance. Frequentemente all'estero è possibile invece riscontrare un approccio orientato alla diffusione delle informazioni in oggetto in sezioni ad hoc di altri documenti obbligatori per legge, quali: il bilancio d'esercizio (annual report), la lettera di convocazione dell'assemblea annuale dei soci (information circular) o altri documenti rivolti principalmente agli azionisti della società (proxy statement).

Le Istruzioni al regolamento prevedono che la relazione di corporate governance debba essere redatta e diffusa secondo le indicazioni contenute nel Codice di Autodisciplina ed in conformità alle disposizioni di legge e regolamentative.

L'importanza della relazione sulla corporate governance trova riscontro anche in altri interventi, attuati da associazioni ed unità di ricerca che si sono affiancate a Borsa Italiana rimarcando ed ampliando le linee guida di comunicazione da questa previste (Tabella 4.2).

*Tabella 4.2 – Gli interventi di best practice in materia di comunicazione sulla corporate governance.*

Ente estensore	Anno	Documento
Borsa Italiana Spa	2003	Linee Guida per la redazione delle relazione annuale in materia di corporate governance
Assonime e Emittenti Titoli Spa	2004	Guida alla compilazione della relazione sulla corporate governance

Nel marzo del 2002 Borsa Italiana Spa ha predisposto le “Linee guida per la redazione della relazione annuale in materia di corporate governance”, successivamente riviste nel febbraio del 2003. Il documento, come osservato, fornisce alcune indicazioni, desunte dalla best practice nazionale ed internazionale, cui le società quotate possono ispirarsi per la redazione della propria relazione. In particolare, le linee guida trattano sinteticamente i principali argomenti che dovrebbero essere approfonditi nella relazione, con riferimento alle raccomandazioni contenute nel Codice di Autodisciplina<sup>11</sup>.

Nel febbraio del 2004 Assonime (Associazione fra le società italiane per azioni) ed Emittenti Titoli Spa hanno redatto la “Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate Governance”, al fine di fornire un efficace ausilio per il miglioramento della comunicazione effettivamente diffusa dalle imprese.

La “Guida Assonime e Emittenti Titoli Spa” si basa sulle “Linee guida” di Borsa Italiana Spa e sviluppa ulteriori e dettagliati suggerimenti sulla struttura, sui contenuti e sulle modalità di veicolazione della relazione. Il documento in esame si articola in cinque sezioni, aventi per oggetto: le fonti di riferimento per la redazione della relazione; l’inquadramento della relazione nel generale sistema di comunicazione aziendale; la struttura e lo stile della relazione; le informazioni sulla struttura di corporate governance; ed infine, le informazioni sull’attuazione di specifiche previsioni del Codice. Per agevolare la trasparenza, la Guida propone inoltre tre tabelle riassuntive, rispettivamente su: la struttura ed il funzionamento dell’organo amministrativo e dei relativi comitati; la struttura ed il funzionamento dell’organo di controllo; le altre previsioni del Codice di Autodisciplina.

---

<sup>11</sup> Naturalmente, i principi contenuti nelle “Linee guida” non si configurano quali elementi vincolanti per le società, che infatti possono avvalersi di diverse forme espositive, ma si propongono comunque quale punto di riferimento sia per le società quotate sia per gli operatori del mercato dei capitali, rispettivamente nella predisposizione e nella comprensione (e quindi nella valutazione) della relazione in oggetto. Al riguardo si rinvia alla “Premessa” delle Linee Guida per la redazione della relazione annuale in materia di corporate governance.

Le “Linee guida di Borsa Italiana Spa” e la “Guida di Assonime e Emittenti Titoli Spa” non si configurano quali documenti alternativi, bensì di completamento in relazione all’esigenza di promuovere un significativo miglioramento nei comportamenti di comunicazione sulla corporate governance attuati dagli organi a tal fine preposti. I documenti in esame, pertanto, si rivolgono unitamente alle società al fine di agevolare le stesse nella predisposizione di una relazione sulla corporate governance che sia effettivamente in grado di soddisfare le attese conoscitive degli stakeholder.

L’assunzione di un orientamento di governance improntato alla stakeholder view ed alla responsabilità globale, rimarca inoltre come la relazione sulla corporate governance – seppure studiata con precipuo riferimento alle società quotate – possa rappresentare un’utile forma di comunicazione anche per le altre imprese, in specie per le società di capitali. In tal senso, le raccomandazioni contenute nei citati documenti, se opportunamente declinate in funzione dei caratteri specifici d’impresa, possono costituire un valido riferimento per tutte le realtà che intendano assumere un comportamento di corporate governance efficace e trasparente.

#### **4.4 I contenuti della relazione sulla corporate governance**

Come si è avuto modo di affermare in precedenza, le Istruzioni al regolamento di Borsa Italiana Spa prescrivono in via generale che le società quotate devono diffondere una «informativa [...] sul proprio sistema di corporate governance e sull'adesione al Codice di Autodisciplina». Di fronte alla generica prescrizione in oggetto, intervengono rispettivamente le “Linee Guida di Borsa Italiana Spa” e la “Guida Assonime e Emittenti Titoli Spa” per fornire alle società spunti e riferimenti sui contenuti rilevanti della relazione.

Nelle pagine precedenti si è osservato come la “Guida di Assonime e Emittenti Titoli Spa” contempra le “Linee Guida di Borsa Italiana Spa” e provveda alla relativa specificazione ed al connesso ampliamento. Di conseguenza, per il dettaglio dei contenuti della relazione si è ritenuto opportuno assumere a riferimento principale la Guida Assonime integrata con elementi contenuti nelle “Linee Guida di Borsa Italiana Spa”.

La “Guida di Assonime e Emittenti Titoli Spa” in merito alla struttura della relazione sulla corporate governance raccomanda che la stessa sia articolata in due sezioni:

- la prima dedicata alla descrizione del sistema di governo adottato, dei suoi obiettivi, dell'organizzazione e dei sistemi di direzione e di responsabilità, nonché dei soggetti che lo costituiscono;
- la seconda dedicata al confronto puntuale tra le regole adottate e le previsioni del Codice di Autodisciplina nonché alla descrizione delle scelte compiute dall'azienda rispetto alle disposizioni del Codice stesso.

Alle citate sezioni si dovrebbe aggiungere, nella parte conclusiva della relazione una serie di tabelle atte a sintetizzare la reale adesione della società alle principali disposizioni del Codice di Autodisciplina.

Nella prima sezione, la relazione dovrebbe fornire una descrizione dell'assetto di corporate governance societario, evidenziando le funzioni e i poteri di ciascun organo (assemblea, organi di amministrazione e organi di controllo), i requisiti e le procedure previste per la scelta degli amministratori e dei soggetti deputati al controllo, la loro durata in carica, le regole per il rinnovo delle cariche e gli eventuali limiti all'eleggibilità. Inoltre dovrebbe essere indicata la composizione del capitale azionario, l'esistenza di soci di controllo o di patti di sindacato e l'eventuale appartenenza della società ad un gruppo, indicandone il soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento. Infine, la sezione in oggetto dovrebbe accogliere l'esposizione delle motivazioni che hanno portato l'azienda a non conformarsi in parte o in tutto alle indicazioni del Codice di Autodisciplina.

La seconda sezione della relazione è più corposa, atteso che in tale ambito è previsto il dettaglio delle informazioni di confronto tra il sistema di corporate governance societario e le disposizioni del Codice di Autodisciplina. In materia intervengono sia le "Linee guida di Borsa Italiana Spa" sia la "Guida di Assonime e Emittenti Titoli Spa".

In particolare, le "Linee guida di Borsa Italiana Spa" forniscono alcune indicazioni specifiche per ciascuno dei principali argomenti trattati dal Codice di Autodisciplina, e più precisamente su:

- la composizione ed il ruolo del consiglio di amministrazione<sup>12</sup> (artt. 1-2-3 del Codice);
- le modalità di nomina e di remunerazione degli amministratori, oltre alla presentazione dei comitati che possono essere investiti delle connesse funzioni propositive e consultive (artt. 5-6-7- del Codice);

---

<sup>12</sup> È opportuno precisare che le Linee guida fanno riferimento agli organi previsti nel modello tradizionale di corporate governance. Ciò non toglie che le indicazioni che vi sono contenute debbano essere interpretate in senso ampio e quindi indipendentemente dal modello di corporate governance prescelto.

- il sistema di controllo interno (art. 8 del Codice);
- le operazioni con le parti correlate (art. 11 del Codice);
- il trattamento delle informazioni riservate (art. 4 del Codice);
- il rapporto con i soci (art. 11 del Codice);
- il collegio sindacale (art. 10 del Codice).

Per ciascuna sezione, la relazione dovrebbe fornire un'esauriente informativa, tesa a far comprendere come le singole componenti del sistema di corporate governance contribuiscano di fatto all'armonica soddisfazione degli interessi confluenti nell'impresa.

Per maggior chiarezza espositiva, di seguito si sintetizzano le principali informazioni volte a garantire l'efficacia informativa di ciascuna sezione.

### **La composizione ed il ruolo del consiglio di amministrazione**

Il mandato ad amministrare la società conferito al consiglio di amministrazione (o al comitato per la gestione) sottolinea l'importanza di diffusione di elementi conoscitivi di carattere strutturale, individuale e di funzionamento.

Le società dovrebbero precisare il numero, i nominativi, la scadenza dei singoli componenti e la rispettiva qualificazione quali amministratori esecutivi, non esecutivi, indipendenti. Quest'ultima informazione appare di notevole interesse in quanto permette di cogliere il grado di influenza esercitato sulle decisioni consiliari dagli amministratori non esecutivi e da quelli indipendenti e, quindi, la portata dell'attività di controllo interna all'organo amministrativo. Inoltre, dovrebbero essere precisati i criteri adottati per la valutazione dell'indipendenza, in modo da rendere partecipi i terzi delle motivazioni sottostanti e dei rischi connessi (ad esempio, di indipendenza formale ma non sostanziale).

L'informazione sulle potenzialità di corretta amministrazione può altresì connettersi all'indicazione delle cariche amministrative o di sindaco ricoperte dagli amministratori in altre società quotate, finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni. I frequenti intrecci proprietari, o di relazioni professionali,

possono in effetti determinare la partecipazione delle medesime persone agli organi di governo e di controllo di più società, con il rischio che la ragionevolezza e la convenienza delle decisioni del consiglio di amministrazione di un'impresa siano influenzate dal perseguimento di interessi esterni, di cui sono portatori gli interlocutori delle altre aziende.

Nella sezione è poi richiesta l'illustrazione delle modalità di funzionamento dell'organo amministrativo, mediante la precisazione delle competenze riservate all'organo collegiale e delle deleghe attribuite ai singoli componenti: gli interlocutori aziendali devono infatti poter giudicare quale sia il contributo dell'intero consiglio all'assunzione delle delibere ed il ruolo ricoperto dai singoli amministratori nell'esecuzione del mandato.

Dal punto di vista dell'effettivo funzionamento del consiglio, è importante che il lettore possa conoscere, con riferimento alle riunioni dell'organo di amministrazione, la frequenza minima prevista dallo statuto e il numero di incontri realizzati nel corso dell'esercizio. Inoltre, assume rilievo l'indicazione del tasso di partecipazione alle riunioni dei vari componenti e, in particolare, dei membri indipendenti. Si ricorda, infatti, che il fatto di essere indipendente da qualsiasi vincolo con particolari gruppi di stakeholder rappresenta una garanzia di equità decisionale, in specie per quanto riguarda le scelte più delicate per natura delle operazioni, valore economico, esistenza di conflitti di interesse, e così via.

Gli interlocutori dovrebbero essere informati anche sulle modalità di diffusione interna al consiglio di amministrazione delle informazioni, al fine di garantire a tutti un'adeguata conoscenza e consapevolezza delle problematiche oggetto di discussione. Ad esempio, è importante che gli stakeholder sappiano con sicurezza che anche i membri non direttamente coinvolti nelle specifiche attività operative ricevono preventivamente tutte le informazioni necessarie per assumere le decisioni con piena consapevolezza della situazione esistente e della sua possibile evoluzione.

### **Le procedure di nomina e di remunerazione ed i relativi comitati interni**

Con riferimento alle procedure per la nomina degli amministratori, le Linee guida attribuiscono importanza alla rassicurazione degli stakeholder in merito alla

realizzazione di una procedura trasparente, basata innanzi tutto sul preventivo deposito dei curricula dei candidati alla nomina, unitamente all'attestazione di indipendenza, se prevista. Inoltre, Borsa Italiana invita a segnalare l'eventuale ricorso al voto di lista, per effetto del quale dovrebbe essere raggiunta una composizione più equilibrata del consiglio di amministrazione, grazie alla presenza di soggetti indicati da differenti gruppi di azionisti.

Il Codice di Autodisciplina si limita a suggerire l'istituzione di un comitato per le proposte di nomina. La relazione dovrebbe informare sulle motivazioni che possono avere portato ad escluderne la costituzione, segnalando altresì i criteri impiegati per la definizione delle caratteristiche professionali dei candidati e per la relativa valutazione.

Passando alle informazioni sui sistemi di remunerazione, si noti che queste possono chiarire:

- le politiche adottate dai vertici aziendali per motivare gli amministratori esecutivi e l'alta dirigenza, tali per cui una parte significativa del compenso può essere legata al raggiungimento di predefiniti risultati aziendali, di obiettivi individuali o all'attribuzione di azioni e stock option;
- la partecipazione alla distribuzione della la ricchezza generata dall'attività – anche mediante l'impiego delle risorse conferite dagli stakeholder – da parte di coloro che detengono la responsabilità di gestire e monitorare l'andamento aziendale.

In questo senso, le informazioni sui sistemi di remunerazione dei vertici sono finalizzate all'ottenimento di consensi sulle scelte in merito ai meccanismi adottati dall'impresa per perseguire l'armonizzazione degli interessi dei propri esponenti con la ricerca della durabilità dell'azienda.

Le Linee guida richiedono altresì che vengano descritti: la composizione del comitato per le remunerazioni, i compiti assegnati, le modalità di funzionamento. Non è, invece, esplicitamente richiesta l'indicazione delle attività realizzate, anche se

tale informazione contribuisce a definire l'efficacia realizzata nello svolgimento del mandato.

### **Il sistema di controllo interno**

La terza area informativa della relazione attiene al sistema di controllo interno. La rilevanza dei interni di controllo a supporto della corretta attuazione della corporate governance e la relativa dipendenza da scelte in primo luogo di vertice, rimarcano l'importanza insita nella rendicontazione su tipologia dei controlli attuati e modalità di attuazione e di coordinamento degli stessi.

In particolare, dovrebbero essere segnalati: la nomina, le funzioni e le attività svolte dai soggetti che, a vario titolo, prendono parte all'indirizzo, al funzionamento e al monitoraggio del sistema (il consiglio di amministrazione, il comitato per il controllo interno, l'amministratore delegato, il preposto al controllo interno).

Inoltre, il consiglio di amministrazione dovrebbe informare in merito alle valutazioni formulate sull'attitudine del sistema di controllo interno a: verificare l'efficacia e l'efficienza della gestione; monitorare i rischi connessi alle principali attività della società; verificare e garantire l'affidabilità dell'informativa economico-finanziaria; verificare il rispetto di leggi, regolamenti e statuto; salvaguardare il patrimonio aziendale.

Con specifico riferimento agli organi che partecipano al sistema di controllo interno, la relazione dovrebbe contenere un'adeguata informativa in merito a:

- il preposto al controllo interno: le funzioni a questi attribuite, l'indipendenza dai responsabili delle aree operative, la frequenza con cui egli deve riferire agli amministratori delegati, al comitato per il controllo interno e ai sindaci;
- il comitato per il controllo interno: la composizione, i compiti, il funzionamento e l'attività svolta.

### **Le operazioni con parti correlate**

Le informazioni sulle operazioni con parti correlate hanno lo scopo di far conoscere agli stakeholder se l'impresa ha adottato apposite procedure finalizzate al

rispetto della correttezza formale e sostanziale delle operazioni. Specificamente, assume rilievo la predisposizione di un'informativa in merito all'organo investito del potere di approvare le operazioni in oggetto (al riguardo, è importante che si tratti del consiglio di amministrazione, in quanto organo collegiale deputato al contemperamento degli interessi convergenti in azienda).

Inoltre, dovrebbero essere identificate le parti ritenute correlate e dovrebbero essere classificate le operazioni che possono giustificare l'adozione di una procedura più snella a seconda della natura della controparte, del valore economico limitato o della tipicità dell'operazione.

### **Il trattamento delle informazioni riservate**

La presente parte della relazione è dedicata all'illustrazione della procedura adottata dall'impresa per la gestione interna ed esterna delle informazioni sulla società, ed in particolare di quelle *price sensitive*.

Gli interlocutori abbisognano di una sintetica descrizione della procedura, del relativo regolamento, degli organi aziendali coinvolti e delle rispettive responsabilità.

Infine è opportuno che siano illustrati gli elementi caratterizzanti l'*internal dealing*, ovvero il sistema di procedure istituito dall'impresa per disciplinare le operazioni effettuate sui titoli societari da parte dei soggetti rilevanti.

### **I rapporti con i soci**

Con riferimento ai meccanismi adottati dall'azienda per favorire il dialogo con i soci, in particolare con gli investitori istituzionali, assumono rilievo le informazioni circa l'esistenza di una funzione di Investor Relations.

Inoltre, relativamente ai lavori assembleari, pare opportuno diffondere notizie su: l'esistenza del regolamento assembleare, l'autonomia del regolamento dallo statuto o il suo inserimenti in quest'ultimo; le eventuali proposte di modifica delle percentuali per l'esercizio dei diritti delle minoranze.

## **Il collegio sindacale**

Da ultimo, le Linee Guida prevedono la divulgazione di informazioni sul collegio sindacale. Sotto questo profilo, il documento di Borsa Italiana non appare particolarmente esigente, richiedendo in sostanza soltanto alcuni chiarimenti sul processo di nomina. La trasparenza sul principale organo di controllo di corporate governance è importante in relazione alla tutela dei diversi interlocutori, in proposito paiono assumere rilievo le informazioni su: la percentuale di capitale sociale necessaria per proporre una lista; l'effettiva presenza di sindaci nominati dalle minoranze; l'esistenza di sindaci con incarichi (di amministrazione e/o di controllo) in altre imprese; la frequenza o il numero di riunioni previste ed effettuate, con il relativo tasso di presenza; le modalità di acquisizione di informazioni da altri organi istituzionali; la frequenza di partecipazione ai lavori di questi ultimi; le modalità di sviluppo dell'interazione con gli organi di controllo interno (preposto al controllo interno, internal auditor, risk manager, controller, ecc.) ed esterno (ad esempio, il revisore esterno).

Rispetto alle “Linee guida di Borsa Italiana Spa”, la “Guida di Assonime ed Emittenti Titoli Spa” precisa ulteriori elementi informativi da trasmettere all'esterno, distinguendo tra “informazioni necessarie” ed “informazioni utili” a seconda che si riferiscano alle previsioni del Codice di Autodisciplina o che siano inserite per autonoma decisione degli organi aziendale al fine di potenziare gli elementi conoscitivo-valutativi offerti agli stakeholder. In particolare, la Guida di Assonime e Emittenti Titoli Spa suggerisce di offrire un'approfondita informazione sugli interventi effettivamente posti in atto dai vertici aziendali per assicurare la correttezza dell'attività di governance e il temperamento delle attese. Al riguardo si segnalano le informazioni su: l'esercizio dei poteri riconosciuti al consiglio di amministrazione, al presidente e agli amministratori delegati; i motivi in base ai quali gli amministratori possono essere considerati indipendenti; l'eventuale esistenza di particolari tipologie di amministratori; i comitati istituiti, sia in ottemperanza a specifiche raccomandazioni, sia in seguito ad autonome decisioni aziendali; la

composizione e la frequenza di partecipazione dei sindaci alle proprie riunioni e a quelle degli altri organi; le norme di funzionamento, di partecipazione e le modalità di voto dell'assemblea.

Il suggerimento di tali ulteriori contenuti è esplicitamente motivato dalla Guida ed è riconducibile all'apprezzamento manifestato dal mercato, nazionale ed internazionale, per tale ulteriore informativa.

La "Guida di Assonime e Emittenti Titoli Spa" propone infine di concludere la relazione sulla corporate governance con una sintesi, composta da tre tabelle, atta a riassumere le modalità di adesione della società alle principali disposizioni del Codice di Autodisciplina.

La rappresentazione tabellare ha una duplice funzione: da un lato, favorisce un'immediata lettura dei principali contenuti della relazione e delle motivazioni di eventuali non allineamenti da parte della società alla best practice; dall'altro lato, facilita il confronto di diverse relazioni, che potrebbero ampiamente differenziarsi nella prima e nella seconda sezione, e quindi di valutare i comportamenti virtuosi in un'ottica comparativa.

La prima tabella sintetizza la struttura del consiglio di amministrazione e dei comitati interni. In essa vengono elencati gli amministratori dei quali viene anche fornita la categoria di appartenenza (esecutivi, non esecutivi, indipendenti, di minoranza). Inoltre viene indicata la composizione dei comitati, le principali motivazioni in caso di assenza di un comitato o di composizione difforme da quella raccomandata (Tabella 4.3).

La seconda tabella riassume le caratteristiche del collegio sindacale, con indicazione di: i componenti, effettivi e supplenti, la loro eventuale designazione da parte delle liste di minoranza e la percentuale necessaria per la presentazione di tali liste (Tabella 4.4).

In entrambe le sopra citate tabelle sono inoltre previsti appositi riquadri riportanti il numero delle riunioni dei singoli organi, la frequenza percentuale di partecipazione

delle riunioni da parte dei singoli soggetti, il numero di incarichi rilevanti in altre società.

L'ultima tabella sintetizzata, sotto forma di domande e risposte, alcune prescrizioni del Codice di Autodisciplina in materia di sistema delle deleghe e operazioni con parti correlate, procedure di nomina, assemblee, controllo interno e investor relations. In tale ambito, le società devono indicare la rispondenza alle raccomandazioni del Codice e in caso negativo è richiesto che siano sintetizzate le motivazioni, che dovrebbero comunque già essere state dettagliate nella seconda sezione della relazione (Tabella 4.5).

Tab. 4.3 – Prima tabella di sintesi raccomandata da Assonime e Emittenti Titoli Spa

Tabella 1: Struttura del Consiglio di Amministrazione						
Carica	Componenti	Esecutivi	Non esecutivi	Indipendenti	% partecipazione **	Numero di incarichi ***
Presidente	Cognome Nome					
(eventuale) Amministratore delegato	Cognome Nome					
...	...					
Amministratore	Cognome Nome *					
<b>Numero riunioni svolte durante l'esercizio di riferimento:</b>						
<p>NOTE</p> <p>* La presenza dell'asterisco indica se l'amministratore è stato designato attraverso liste presentate dalla minoranza.</p> <p>** In questa colonna è indicata la percentuale di partecipazione degli amministratori alle riunioni rispettivamente del CdA e dei Comitati.</p> <p>*** In questa colonna è indicato il numero di incarichi di amministratore o sindaco ricoperti dal soggetto interessato in altre società quotate in mercati regolamentati, anche esteri, in società finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni. Nella relazione sulla corporate governance gli incarichi sono indicati per esteso.</p>						

<b>(... segue) Tabella 1: Struttura dei Comitati</b>									
<b>Carica</b>	<b>Componenti</b>	<b>Comitato controllo interno –</b>		<b>Comitato Remunerazione w</b>		<b>(eventuale) Comitato nomine §</b>		<b>(eventuale) Comitato esecutivo</b>	
		<b>**</b>	<b>***</b>	<b>**</b>	<b>***</b>	<b>**</b>	<b>***</b>	<b>**</b>	<b>***</b>
<b>Presidente</b>	Cognome Nome								
<b>(eventuale) Amministratore delegato</b>	Cognome Nome								
...	...								
<b>Amministratore</b>	Cognome Nome *								
<b>– Sintesi delle motivazioni dell'eventuale assenza del Comitato o diversa composizione rispetto alle raccomandazioni del Codice:</b>									
<b>w Sintesi delle motivazioni dell'eventuale assenza del Comitato o diversa composizione rispetto alle raccomandazioni del Codice:</b>									
<b>§ Sintesi delle motivazioni dell'eventuale diversa composizione rispetto alle raccomandazioni del Codice:</b>									
<b>Numero riunioni svolte durante l'esercizio di riferimento:</b>		<b>Comitato controllo interno:</b>		<b>Comitato remunerazioni:</b>		<b>Comitato nomine:</b>		<b>Comitato esecutivo:</b>	
NOTE									
* La presenza dell'asterisco indica se l'amministratore è stato designato attraverso liste presentate dalla minoranza.									
** In questa colonna è indicata con la "x" l'appartenenza del membro del CdA al Comitato.									
*** In questa colonna è indicata la percentuale di partecipazione degli amministratori alle riunioni rispettivamente del CdA e dei Comitati.									

Fonte: Assonime e Emittenti Titoli Spa – Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate Governance – Febbraio 2004.

Tab. 4.4 – Seconda tabella di sintesi raccomandata da Assonime e Emittenti Titoli Spa

<b>Tabella 2: Collegio sindacale</b>			
<b>Carica</b>	<b>Componenti</b>	<b>Percentuale di partecipazione alle riunioni del Collegio</b>	<b>Numero di incarichi **</b>
<b>Presidente</b>	Cognome Nome		
<b>Sindaco effettivo *</b>	Cognome Nome		
...	...		
...	...		
<b>Sindaco supplente</b>	Cognome Nome		
<b>Numero riunioni svolte durante l'esercizio di riferimento:</b>			
<b>Indicare il quorum richiesto per la presentazione delle liste da parte delle minoranze per l'elezione di uno o più membri effettivi (ex art. 148 TUF):</b>			
NOTE			
* La presenza dell'asterisco indica se il sindaco è stato designato attraverso liste presentate dalla minoranza.			
** In questa colonna è indicato il numero di incarichi di amministratore o sindaco ricoperti dal soggetto interessato in altre società quotate in mercati regolamentati, anche esteri, in società finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni. Nella relazione sulla corporate governance gli incarichi sono indicati per esteso.			

Fonte: Assonime e Emittenti Titoli Spa – Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate Governance – Febbraio 2004.

Tab. 4.5 – Terza tabella di sintesi raccomandata da Assonime e Emittenti Titoli Spa

<b>Tabella 3: Altre previsioni del codice di autodisciplina</b>			
	<b>SI</b>	<b>NO</b>	<b>Sintesi delle motivazioni dell'eventuale scostamento dalle raccomandazioni del Codice</b>
<b>Sistemi delle deleghe e operazioni con parti correlate</b>			
Il CdA ha attribuito deleghe definendone:			
a) limiti			
b) modalità di esercizio			
c) e periodicità dell'informativa?			
Il CdA si è riservato l'esame e approvazione delle operazioni aventi un particolare rilievo economico, patrimoniale e finanziario (incluse le operazioni con parti correlate)?			
Il CdA ha definito linee-guida e criteri per l' identificazione delle operazioni "significative"?			
Le linee-guida e i criteri di cui sopra sono descritti nella relazione?			
Il CdA ha definito apposite procedure per l'esame e approvazione delle operazioni con le parti correlate?			
Le procedure per l'approvazione delle operazioni con parti correlate sono descritte nella relazione?			
<b>Procedure della più recente nomina di amministratori e sindaci</b>			
Il deposito delle candidature alla carica di amministratore è avvenuto con almeno dieci giorni di anticipo?			
Le candidature alla carica di amministratore erano accompagnate da esauriente informativa?			
Le candidature alla carica di amministratore erano accompagnate dall'indicazione dell'idoneità a qualificarsi come indipendente?			
Il deposito delle candidature alla carica di sindaco è avvenuto con almeno dieci giorni di anticipo?			
Le candidature alla carica di sindaco erano accompagnate da esauriente informativa?			
<b>Assemblee</b>			
La società ha approvato un Regolamento di Assemblea?			
Il Regolamento è allegato alla relazione (o è indicato dove esso è ottenibile/scaricabile)?			

Tabella 3: Altre previsioni del codice di autodisciplina			
	SI	NO	Sintesi delle motivazioni dell'eventuale scostamento dalle raccomandazioni del Codice
<b>(... segue)</b>			
<b>Controllo interno</b>			
La società ha nominato i preposti al controllo interno?			
I preposti sono gerarchicamente non dipendenti da responsabili di aree operative?			
Unità organizzativa preposta al controllo interno (ex art. 9.3 del Codice).			
<b>Investor relations</b>			
La società ha nominato un responsabile <i>investor relations</i> ?			
Unità organizzativa e riferimenti (indirizzo/telefono/fax/e-mail) del responsabile <i>investor relations</i> .			

Fonte: Assonime e Emittenti Titoli Spa – Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate Governance – Febbraio 2004.

Concludendo la trattazione dei contenuti della relazione sulla corporate governance, la Guida Assonime e Emittenti Titoli Spa, in forza del fatto che l'obiettivo della relazione consiste nel fornire un'informazione coordinata e completa sul sistema di governo della società, sottolinea l'importanza che la relazione contenga tutte le informazioni rilevanti in materia di corporate governance, incluse quelle eventualmente già diffuse al pubblico per altra via<sup>88</sup>. In questo modo la relazione sulla corporate governance può rappresentare uno strumento per superare i problemi di reperibilità di informazioni disperse in più documenti e configurarsi quale primario documento e punto di riferimento per tutti coloro che intendano avvalersi di un'informativa chiara e completa sulla corporate governance d'impresa.

---

<sup>88</sup>La Guida esplicita che non è necessario duplicare la fornitura di informazioni già pubblicate. Operativamente pertanto è utile che nella relazione vengano forniti i riferimenti agli altri documenti (ad esempio la relazione degli amministratori sulla gestione o lo statuto della società) contenenti l'informazione in oggetto, anche mediante l'utilizzo di cross-reference.

#### **4.5 Il canale di diffusione della relazione sulla corporate governance**

Il secondo comma della Sezione IA.2.6 delle Istruzioni al regolamento di Borsa Italiana Spa prevede specifiche modalità di veicolazione della relazione sulla corporate governance. In particolare, le società quotate devono trasmettere la relazione a Borsa Italiana Spa<sup>89</sup>, che provvederà successivamente a pubblicarla, rendendola così accessibile a tutti gli operatori del mercato dei capitali. La relazione deve essere trasmessa entro il termine di legge previsto per la messa a disposizione della documentazione per la riunione di approvazione del bilancio da parte dell'organo di amministrazione o altro organo competente.

La “Guida di Assonime e Emittenti Titoli Spa” interviene in materia di veicolazione della relazione sulla corporate governance, al fine di rendere agevole la raccolta delle informazioni per tutti gli interlocutori aziendali interessati. La Guida stimola infatti le società a prevedere, oltre all'invio della relazione a Borsa Italiana Spa, una pluralità di “canali” tali da garantire una comunicazione al mercato tempestiva e diffusa.

In particolare, la Guida suggerisce di rendere disponibile nel sito aziendale la relazione sulla corporate governance, preferibilmente anche in lingua inglese.

Al fine di agevolare l'immediata reperibilità delle informazioni in materia di corporate governance, le società dovrebbero istituire un'apposita sezione dedicata alla corporate governance. In tale sezione, possono trovare collocazione, oltre alla

---

<sup>89</sup> Nel comma in esame viene richiamata la Sezione IA.2.5.2 con riferimento alle modalità di pubblicazione e di invio della relazione sulla corporate governance. La Sezione IA.2.5.2 “Modalità di trasmissione dei documenti da parte di emittenti collegati al NIS” prevede che i documenti destinati al pubblico, tra cui rientra anche la relazione sulla corporate governance, debbano essere inviati attraverso il NIS (Network Information System) e, solo nei casi in cui non sia possibile utilizzare tale protocollo, debbano essere inviati tramite e.mail a Borsa Italiana Spa in formato Portable Document Format (pdf).

relazione, gli altri documenti utili per descrivere il sistema di corporate governance adottato dalla società (ad esempio: lo statuto; schemi riepilogativi dell'azionariato e dei componenti degli organi sociali; l'estratto dei patti parasociali; il regolamento di assemblea; i curricula vitae degli amministratori; i codici etici aziendali e il codice di comportamento sull'*internal dealing*; l'eventuale relazione sulle retribuzioni degli organi di corporate governance e degli alti dirigenti).

La sezione del sito dedicata alla corporate governance acquisisce ulteriore rilievo conoscitivo se si considera che le Istruzioni di Borsa Italiana Spa prevedono, peraltro in linea con le esperienze estere più significative, un obbligo di comunicazione annuale riferito all'esercizio trascorso. Il sito web della società si configura pertanto per essere il canale più adatto a fornire tempestivamente – e in assenza di barriere di spazio – un'informazione integrativa ai contenuti della relazione, soprattutto nel caso in cui si dovessero verificare significative modifiche nella corporate governance successivamente alla comunicazione al mercato della relazione.

Infine è previsto che la versione della relazione sulla corporate governance disponibile sul sito web della società possa essere in formato interattivo, tale da trasformare le *cross-reference* in veri e propri link alle pagine del sito web o ai documenti nei quali vengono trattate in dettaglio informazioni sulla corporate governance riportate in termini sintetici nella relazione. In questo modo la relazione di corporate governance si configurerebbe quale insieme di informazioni di base da cui ciascun interlocutore può ottenere utili riferimenti che, qualora ritenuti insufficienti, possono trovare approfondimento mediante l'assunzione di notizie di dettaglio.



## **CAPITOLO 5**

### **LA QUALITÀ DELLA COMUNICAZIONE SULLA CORPORATE GOVERNANCE: ANALISI EMPIRICA**

SOMMARIO: 5.1. Gli obiettivi e la metodologia della ricerca – 5.1.1. Le aziende analizzate – 5.1.2. Le variabili rilevate – 5.2. La comunicazione di corporate governance nei siti web aziendali – 5.2.1. L'accessibilità e l'aggiornamento delle informazioni – 5.2.2. I messaggi veicolati – 5.3. La relazione sulla corporate governance – 5.3.1. La struttura complessiva delle relazioni analizzate – 5.3.2. I contenuti delle relazioni analizzate – 5.4. Considerazioni conclusive

#### **5.1 Gli obiettivi e la metodologia della ricerca**

Il capitolo si propone di verificare le potenzialità di apprezzamento della corporate governance attuata dalle imprese locali di pubblica utilità, mediante il ricorso alla apposita comunicazione rivolta agli stakeholder. A tal fine, si è sviluppata un'analisi empirica delle informazioni sulla corporate governance diffuse tramite internet da un gruppo di aziende di public utilities e – in questa sede – se ne evidenziano le caratteristiche, la metodologia e le principali risultanze.

In considerazione del fatto che la predisposizione della relazione risulta al momento ancora prevalentemente circoscritta alle aziende operanti nei mercati finanziari regolamentati, l'indagine ha preso in considerazione tutte le imprese locali di pubblica utilità attualmente quotate, provenienti da un processo di privatizzazione di imprese municipalizzate. Per tali realtà si è proceduto alla verifica della coerenza tra prassi comportamentale e corretti principi di impostazione e di diffusione della comunicazione sulla corporate governance, a livello complessivo e rispetto a ciascuna componente informativa rilevante per il soddisfacimento delle esigenze conoscitive/valutative degli stakeholder.

L'obiettivo dell'analisi empirica è, in primo luogo, riconducibile alla verifica di:

- l'allineamento della comunicazione sulla corporate governance predisposta dalle imprese locali di pubblica utilità alle regolamentazioni e alle raccomandazioni attualmente vigenti e rivolte indistintamente a tutte le imprese quotate;
- la presenza, nell'ambito degli aspetti discrezionali previsti dalle citate regolamentazioni, di specifici interventi operati dalle imprese in oggetto al fine di descrivere chiaramente le proprie peculiarità in materia di corporate governance, in primo luogo riconducibili al rapporto in essere con l'azionista pubblico.

In particolare, la ricerca si prefigge di approfondire se l'atteggiamento assunto dalle imprese in oggetto nella diffusione delle informazioni sia effettivamente orientato alle logiche della trasparenza e della correttezza, ovvero rappresenti un mero adempimento delle previsioni regolamentative, con evidenti connotazioni di opacità e/o di reticenza comunicazionale.

Per maggiore completezza dell'analisi, si è inoltre optato per estendere i riferimenti conoscitivi oltre la lettura critica della relazione sulla corporate governance. Sebbene sia, infatti, comunemente condiviso – dalla dottrina economico-aziendale e dagli enti nazionali di regolamentazione dei mercati dei capitali – che la relazione in materia rappresenta il principale documento con il quale le imprese possono diffondere l'informativa sulla corporate governance, si ritiene utile non limitare la ricerca esclusivamente a tale documento. In particolare, appare importante osservare la comunicazione sulla corporate governance predisposta dalle imprese nel suo insieme, sotto il profilo di tutte le possibili informazioni che l'impresa impiega per garantire ai propri interlocutori il pieno apprezzamento delle modalità di attuazione della corporate governance.

L'indagine è stata condotta mediante il ricorso ai siti internet aziendali, dato il ruolo attribuibile a siffatto canale di diffusione delle informazioni per la realizzazione di comunicazioni trasparenti e facilmente accessibili per tutti i pubblici interessati. Tale scelta risulta peraltro avvalorata anche dai recenti orientamenti in materia di comunicazione sulla corporate governance espressi da istruzioni, codici di

autodisciplina, prassi internazionale e nazionale. In effetti, si assiste ormai da tempo ad una concorde affermazione dell'importanza attribuibile, specialmente per le società quotate, all'uso delle nuove tecnologie comunicative, ed in particolare del canale internet, per garantire la trasmissione delle informazioni rilevanti.

Il sito internet delle imprese quotate dovrebbe infatti presentare un'ampia disponibilità di informazioni, potenzialmente aggiornabili in ogni momento e facilmente fruibili per qualsiasi interlocutore. La raccolta di tutte le principali informazioni sulla corporate governance nell'ambito di una specifica sezione (investor relation o stakeholder relation) agevola inoltre il collegamento tra i diversi contenuti, consentendo un più ampio apprezzamento delle condizioni di: completezza, chiarezza e trasparenza informativa.

L'indagine si compone pertanto di due fasi, che in linea generale possono considerarsi autonome per quanto riguarda la metodologia di lavoro, ma che di fatto risultano strettamente integrate per il corretto apprezzamento dell'efficacia della comunicazione sulla corporate governance.

La prima fase della ricerca è finalizzata ad assumere e valutare l'intera informativa sulla corporate governance di cui gli interlocutori sociali possono agevolmente disporre. In questa fase la ricerca si concentra sull'osservazione dei siti web aziendali ed è finalizzata a verificare la varietà, la numerosità e il grado di organizzazione delle informazioni pubblicate on line dalle imprese, nonché l'attitudine di queste ultime ad utilizzare proficuamente le potenzialità offerte dal canale Internet per interagire con gli stakeholder.

La seconda fase dello studio si concentra sul principale documento teso a fornire una esauriente rappresentazione delle strutture e dei processi di governo e di controllo: la relazione sulla corporate governance.

La relazione sulla corporate governance è analizzata dettagliatamente ed a livello comparato, per verificare la qualità dei modelli di comunicazione adottati dalle singole imprese ed i relativi punti di forza e di debolezza in termini generali e rispetto alle altre società privatizzate che hanno optato per la quotazione. In questa

parte della ricerca si tiene conto dei contenuti effettivi della relazione sulla corporate governance, valutando criticamente l'atteggiamento informativo-comunicazionale delle aziende rispetto alle informazioni minimali richieste e, soprattutto, rispetto alle attese conoscitive che contraddistinguono i destinatari dei messaggi.

Dal punto di vista della metodologia impiegata, la ricerca si è basata sullo sviluppo delle seguenti fasi di lavoro:

1. scelta del criterio di identificazione di un adeguato gruppo di aziende, rispetto al quale procedere alla verifica delle condizioni di trasparenza e di efficacia della comunicazione sulla corporate governance;
2. verifica della significatività del numero di aziende selezionate in base al criterio preindividuato;
3. esplicitazione delle variabili rilevanti in base alle quali svolgere la ricerca;
4. analisi dei siti web delle aziende oggetto di studio;
5. raccolta e lettura delle relazioni sulla corporate governance;
6. esame complessivo dei risultati e predisposizione della presente sintesi valutativa.

Pare opportuno segnalare che, nella scelta del gruppo di aziende da sottoporre ad indagine, si è optato per l'esclusivo riferimento alla realtà italiana, per i seguenti motivi: il diverso percorso evolutivo subito dalle public utilities nei vari paesi; la tuttora limitata diffusione della relazione sulla corporate governance a livello internazionale (per ora raccomandata solo in Italia e in Spagna, nonché suggerita in Canada); la significatività, ai fini delle caratteristiche dell'analisi, del numero di aziende definito in base al criterio di identificazione selezionato.

### **5.1.1 Le aziende analizzate**

Ai fini dell'indagine empirica, come sottolineato nel paragrafo precedente, sono state selezionate tutte le imprese locali di pubblica utilità quotate presso la borsa

valori italiana, con un aggiornamento finale al dicembre 2007. Al riguardo, i criteri identificativi si sono fondati su: la provenienza da un processo di privatizzazione di imprese municipalizzate e la classificazione negli elenchi di Borsa Italiana Spa nel settore dei “servizi di pubblica utilità”. Le imprese che a dicembre del 2007 possedevano le menzionate caratteristiche erano dieci.

*Tabella 5.1. Le società analizzate.*

<b>Società</b>	<b>Enti locali azionisti</b>	<b>Settore di appartenenza</b>
Acea Spa	Roma	Multiutility
Acegas-APS Spa	Trieste, Padova	Multiutility
Acsn Spa	Como, Milano	Multiutility
Aem Spa	Milano	Multiutility
Ascopiave Spa	Comuni del Veneto e Friuli Venezia Giulia	Gas, Energia elettrica
Asm Spa	Brescia, Bergamo	Multiutility
Enia Spa	Reggio Emilia, Parma, Piacenza	Multiutility
Hera Spa	Comuni dell'Emilia Romagna	Multiutility
Iride Spa	Torino, Genova	Multiutility
Mediterranea delle Acque Spa	Genova	Idrico

Sul finire del 2007 è stata costituita A2A Spa mediante la fusione di Asm Spa e di Aem Spa. Per effetto di tale operazione societaria, i siti internet delle due singole aziende sono stati fatti confluire in un unico sito internet, che ne ha accolto gli archivi documentali e le principali caratteristiche. Al momento non risulta però disponibile una relazione di corporate governance di A2A Spa, che dovrebbe essere pubblicata nel primo semestre del 2008.

Ai fini della presente ricerca si è pertanto optato per considerare la due aziende separate, atteso che l'analisi della comunicazione sulla corporate governance è stata condotta sulle relazioni disponibili nel 2007 e quindi relative all'esercizio 2006,

periodo nel quale le imprese erano ancora distinte. Inoltre, il sito di A2A Spa, tutt'ora in fase di sviluppo, si caratterizza al momento per la separazione degli archivi documentali di Asm Spa e Aem Spa, il che ha permesso di analizzare le due realtà separatamente anche da questo punto di vista<sup>1</sup>.

L'interesse per le società quotate deriva, oltre dalla numerosità e dalla varietà delle attese riconducibili al loro funzionamento, anche dal fatto che per tali imprese la comunicazione sulla corporate governance risulta regolamentata nel Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana Spa. Assume, pertanto, significato la verifica del comportamento adottato dagli organi di corporate governance di tali realtà nell'adempimento alle prescrizioni regolamentative che, come già affermato, si basano sul principio "*comply or explain*".

In particolare, le scelte di conformità alle raccomandazioni possono talora ritenersi sintomatiche della fase di sviluppo effettivamente realizzata a seguito della privatizzazione, nonché dell'interesse a relazionarsi positivamente con il mercato borsistico.

Sebbene l'attenzione sia rivolta alle imprese quotate, i risultati della ricerca potrebbero interessare tutte le imprese locali di pubblica utilità, soprattutto quelle che, pur non rivolgendosi già al mercato dei capitali, stanno affrontando percorsi di crescita dimensionale che nel medio termine potrebbero indurle alla quotazione. Inoltre i comportamenti adottati dalle imprese quotate frequentemente possono rappresentare un punto di riferimento per le imprese non quotate.

---

<sup>1</sup> Sarebbe interessante sviluppare nel corso del 2008 una ricerca sull'evoluzione della comunicazione sulla corporate governance di A2A Spa, anche al fine di comprendere se la fusione e la conseguente crescita dimensionale hanno stimolato atteggiamenti trasparenti al riguardo. Inoltre A2A Spa ha optato, in sede di fusione, per il modello dualistico verticale. Sarebbe utile comprendere se tale scelta si configuri effettivamente, come proposto in precedenza, quale efficace soluzione alle problematiche connesse al rapporto tra ente locale ed impresa.

### 5.1.2. Le variabili rilevate

L'analisi dei siti web aziendali – condotta nel corso del 2007 ed ultimata nel gennaio del 2008 – è tesa a verificare la presenza di informazioni sulla corporate governance sulla base delle seguenti aree di interesse:

- la collocazione delle informazioni sulla corporate governance nell'ambito del sito web;
- la presenza di informazioni tradotte in lingua inglese;
- l'indicazione della data di aggiornamento delle informazioni in oggetto;
- l'esistenza di informazioni sull'assetto proprietario e sulla struttura di gruppo;
- la presenza di informazioni *on line*<sup>2</sup> sul modello di corporate governance adottato;
- l'esistenza di relazioni e documenti (preferibilmente scaricabili) specificamente riconducibili alla corporate governance aziendale.

Dal punto di vista della relazione sulla corporate governance, l'indagine empirica ha per oggetto i documenti pubblicati dalle imprese nel 2007 e, quindi, riferiti all'esercizio concluso nel 2006.

La raccolta dei documenti è avvenuta nel secondo semestre del 2007 mediante la consultazione del sito internet di ciascuna azienda.

Al fine di formulare una valutazione sulla completezza delle relazioni sulla corporate governance delle società selezionate, all'interno dei documenti è stata verificata l'esistenza dei principali contenuti informativi cui la *best practice* fa riferimento, e più precisamente:

---

<sup>2</sup> Per informazioni on line si intendono quelle in formato Html, immediatamente acquisibili senza bisogno di scaricare uno specifico documento.

- la presentazione generale della corporate governance societaria, con l'indicazione del sistema adottato e dell'adesione al Codice di Autodisciplina;
- le informazioni sull'organo amministrativo, con specifico riferimento a: ruolo, composizione, funzionamento e previsione di comitati interni;
- la descrizione delle procedure di nomina e di remunerazione degli amministratori;
- le informazioni sul sistema di controllo interno, con particolare attenzione alla composizione e al funzionamento degli organi che lo compongono, nonché alle interazioni sviluppate;
- le operazioni che possono influire sugli interessi personali di amministratori e dirigenti della società, nonché le modalità di gestione delle informazioni riservate e *price sensitive*;
- i rapporti con gli azionisti per quanto riguarda i meccanismi di partecipazione e di funzionamento dell'assemblea e i processi finalizzati al dialogo con i soci e gli altri stakeholder;
- le informazioni sul collegio sindacale, ed in particolare sui meccanismi di nomina dei componenti di tale organo di controllo.

Inoltre, alla luce delle peculiarità delle imprese locali di pubblica utilità ravvisabili nei propri sistemi di corporate governance, si è verificato se – tra le informazioni divulgate – sia stato dato spazio alle relazioni esistenti con enti pubblici di riferimento.

## **5.2. La comunicazione di corporate governance nei siti web aziendali**

Internet attualmente è uno dei più importanti e potenti strumenti di cui le imprese dispongono per gestire efficacemente il rapporto con i propri interlocutori in quanto permette il superamento delle barriere spazio-temporali.

In effetti, sempre più persone utilizzano quotidianamente internet per entrare in contatto con le aziende e reperire informazioni su di esse. Il sito web aziendale, se strutturato correttamente, può dunque configurarsi quale luogo virtuale di incontro tra imprese e stakeholder, nel quale questi ultimi possono interagire con l'impresa attivamente o passivamente<sup>3</sup>.

La comunicazione via web, alla stregua di tutte le altre comunicazioni veicolabili dall'impresa, può efficacemente rispondere alle attese conoscitive degli interlocutori aziendali solo se sviluppata secondo logiche orientate alla chiarezza ed alla trasparenza.

In tal senso, i siti web aziendali dovrebbero offrire un'informativa qualitativamente e quantitativamente adeguata, organizzata secondo logiche che ne agevolino la consultazione. In altri termini, essi dovrebbero rappresentare per gli interlocutori un archivio tempestivamente aggiornato nel quale poter reperire, ed

---

<sup>3</sup> L'interazione attiva è configurabile in tutti quei casi nei quali siano previste sezioni del sito nelle quali i visitatori possono direttamente inserire domande specifiche (ad esempio: richieste di specifica documentazione scaricabile; informazioni particolari e maggiormente dettagliate) rivolte all'azienda, la quale si impegna a rispondere con una certa celerità.

L'interazione passiva è invece riconducibile alla presenza nei siti web di programmi che registrano la frequenza con cui specifiche pagine sono state visitate e con cui precisi documenti sono stati scaricati. L'impresa, alla luce dei risultati emersi dai programmi/contatori, possono individuare quali siano le informazioni di maggior interesse per i visitatori del sito web ed intervenire di conseguenza.

acquisire durevolmente, tutta la documentazione utile ai fini dell'analisi e della valutazione delle strutture e delle procedure di corporate governance<sup>4</sup>.

Nell'ambito descritto, la ricerca empirica mira a verificare con riferimento alle informazioni sulla corporate governance presenti sul sito web:

- da un lato, la facilità di accesso e l'aggiornamento;
- dall'altro lato, la qualità e la quantità dei contenuti effettivamente messi a disposizione.

### **5.2.1. L'accessibilità e l'aggiornamento delle informazioni**

Al fine di verificare il reale grado di accessibilità e di aggiornamento delle informazioni diffuse dalle imprese sulla propria corporate governance mediante il sito web aziendale, la ricerca si concentra sui seguenti aspetti:

- la collocazione delle informazioni sulla corporate governance nel sito web;
- la disponibilità di informazioni e documenti tradotti in lingua inglese;
- l'indicazione della data di aggiornamento della sezione dedicata alla corporate governance.

### **La collocazione delle informazioni sulla corporate governance nel sito web**

Il primo aspetto analizzato nella ricerca riguarda il grado di facilità con cui l'interlocutore può individuare le informazioni sulla corporate governance nell'ambito del sito web.

---

<sup>4</sup> Al riguardo, assume rilievo il formato elettronico adottato dall'impresa per archiviare i documenti. Esso dovrebbe essere selezionato in modo tale da rendere agevole le operazioni di download dei documenti e da agevolare il collegamento con i documenti ufficiali dell'impresa. In tal senso, risulta adeguata la scelta per il formato "pdf" (Portable Document Format), molto più agevole da scaricare rispetto al formato "html" e che non si presta a successive modifiche come invece è il caso di del formato "doc".

La situazione ottimale consiste nella previsione nella pagina di apertura del sito di un *link* che indirizzi direttamente ad una sezione dedicata alla corporate governance, nella quale reperire tutte le informazioni in materia e poter scaricare i documenti relativi alle strutture, agli organi ed ai processi di amministrazione e controllo.

Inoltre, potrebbe essere utile, ai fini di un'informativa tempestiva e diretta, prevedere già nella home page la disponibilità di alcune informazioni sulla corporate governance, soprattutto in occasione delle assemblee dei soci, del rinnovo delle cariche dei componenti degli organi societari o nei casi in cui siano intervenute rilevanti novità in materia.

Dall'analisi condotta emerge che tutte le imprese hanno previsto un link che permette di passare direttamente dalla *home page* ad una sezione dedicata agli azionisti (spesso denominata "*Investor relations*"), nella quale è possibile reperire informazioni sulla corporate governance unitamente ad altre informazioni sui risultati aziendali e sull'andamento del titolo azionario.

Soltanto sei imprese (ACEA, ACEGAS-APS, AEM, ASM, HERA e MEDITERRANEA ACQUE) hanno previsto nella propria home page un link diretto alla sezione corporate governance, tale da permettere il raggiungimento della sezione stessa senza dover passare per altre pagine. ASCOPIAVE, ENIA e IRIDE hanno invece previsto nell'ambito della sezione investor relations una sotto-sezione dedicata alla corporate governance. Infine, il sito web di ACSM non presenta una sezione dedicata alla corporate governance, in quanto tale impresa ha optato per una collocazione mista delle informazioni in materia (Tabella 5.2).

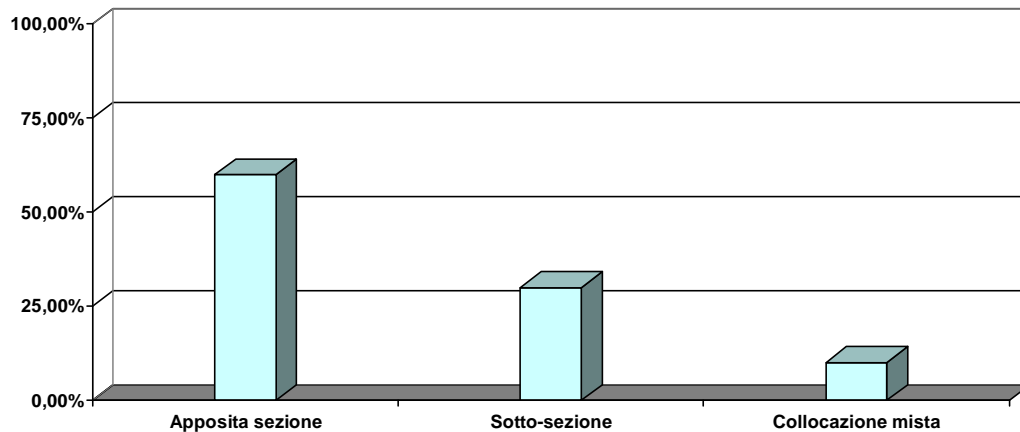
Tabella 5.2. – La corporate governance in home page<sup>5</sup>

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Link alla sezione "Investor relations"	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10
Informazioni sulla corporate governance											-
• In un'apposita sezione	x	x		x		x		x		x	6
• In una sotto-sezione					x		x		x		3
• Collocazione mista			x								1

La presenza di uno specifico *link* nella pagina di apertura del sito web è preferibile rispetto alle altre opzioni in quanto permette di raggiungere direttamente l'informativa ricercata. Ai fini dell'efficacia comunicazionale, anche la previsione di un passaggio intermedio attraverso la sezione *investor relations* appare comunque valida. Non si ritiene invece condivisibile l'impostazione adottata da ACSM. Infatti, la collocazione in più sezioni delle informazioni sulla corporate governance rende difficoltoso per il visitatore cogliere immediatamente quale sia il quadro complessivo dell'informazione disponibile. Ciò potrebbe addirittura generare situazione nelle quali alcuni documenti, per quanto potenzialmente disponibili, siano collocati in sezioni difficilmente raggiungibili e quindi di fatto non siano fruibili.

<sup>5</sup> Il simbolo "x" significa che l'azienda ha fornito l'informazione ricercata.

Grafico 5.2. – La corporate governance in home page



Complessivamente è possibile affermare che tutte le aziende offrono ai visitatori un'ampia gamma di informazioni sulla corporate governance. Alcune di esse, però, dovrebbero maggiormente intervenire al fine di raggruppare omogeneamente i messaggi in un'unica sezione dedicata, dotata di un indice che permetta al visitatore l'immediata percezione delle informazioni e dei documenti disponibili.

### **La disponibilità di informazioni e documenti tradotti in lingua inglese**

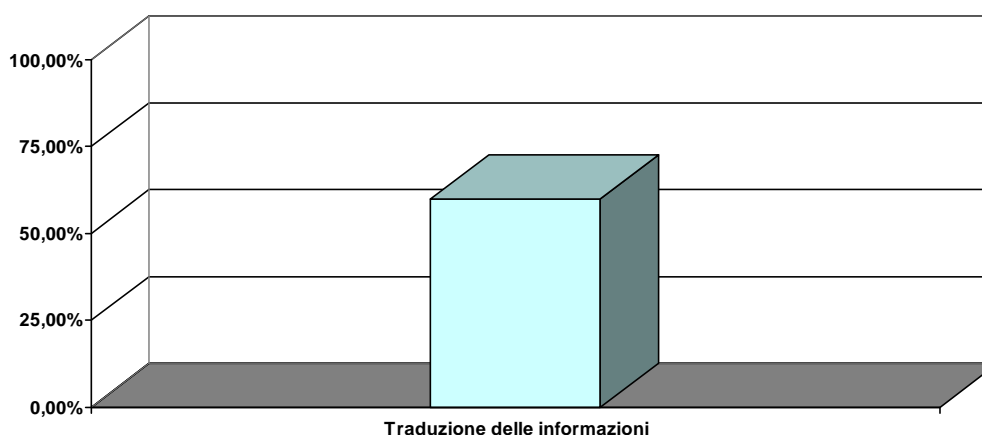
Al fine di poter esprimere un giudizio sul reale grado di accessibilità delle informazioni sulla corporate governance rese disponibili dalle imprese analizzate, pare opportuno verificare anche se i siti web prevedono la traduzione dei propri contenuti in lingua inglese.

In effetti, la traduzione in lingua inglese delle informazioni di corporate governance si configura quale elemento essenziale per agevolare l'instaurazione di relazioni di carattere globale. Il processo di privatizzazione e di quotazione delle imprese locali di pubblica utilità ha chiamato queste ultime a confrontarsi con un mercato dei capitali sempre più aperto ad investitori istituzionali e a piccoli risparmiatori stranieri. La disponibilità di informazioni chiare e tradotte in una lingua ad ampia diffusione rappresenta indubbiamente un presupposto per migliorare la rete delle relazioni finanziarie, ma non solo, che possono condizionare le potenzialità di crescita delle aziende.

Tabella 5.3. – I documenti sulla corporate governance disponibili nel sito web

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Traduzione delle informazioni											-
• Traduzione completa	x			x	x	x		x	x		6
• Traduzione parziale											0

Grafico 5.3. – Le informazioni sugli organi di controllo



La tabella 5.3 evidenzia che le imprese in esame possono essere suddivise tra: coloro che forniscono tutte le informazioni sulla corporate governance tradotte e coloro che non forniscono tale tipologia di informativa. Al momento non si riscontrano casi in cui vi siano solo traduzioni parziali, di singole sezioni o di singoli documenti.

Alla luce delle considerazioni proposte, l'orientamento adottato da ACEGAS-APS, ACSM, ENIA e MEDITERRANEA ACQUE di non prevedere la traduzione dei contenuti del proprio rispettivi siti web pare non condivisibile.

## **L'indicazione della data di aggiornamento della sezione dedicata alla corporate governance**

La verifica dell'evidenziazione della data di aggiornamento della sezione nella quale sono collocate le informazioni sulla corporate governance, configura un ulteriore elemento di rilievo, al fine di esprimere un giudizio sulla completezza e sull'attendibilità delle informazioni presenti sul sito web dell'impresa.

In effetti, la comunicazione sulla corporate governance si caratterizza per la compresenza di:

- elementi tendenzialmente stabili per periodi di tempo non brevi (si pensi allo statuto e al regolamento dell'assemblea) o modificabili con una periodicità predefinita (è il caso delle relazioni e dei documenti annuali);
- informazioni che necessitano di essere aggiornate tempestivamente, come ad esempio: informazioni relative a modificazioni nella composizione degli organi di corporate governance; comunicati *price sensitive* e su operazioni compiute da persone rilevanti; informazioni su modifiche intervenute nell'azionariato a seguito di operazioni di compravendita o di accordi parasociali.

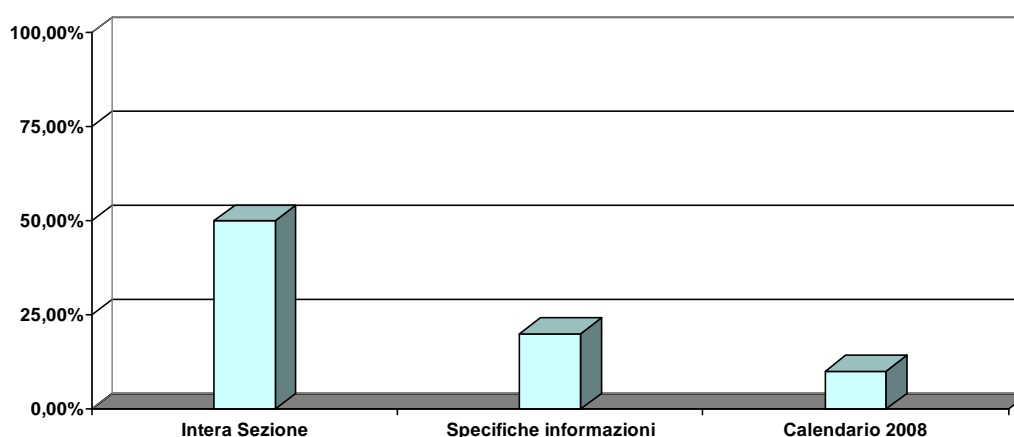
Per quanto sopra, risulta importante che ciascun interlocutore possa conoscere con certezza la data di riferimento delle diverse informazioni per verificare la relativa idoneità a rappresentare l'effettiva situazione della corporate governance aziendale al momento di attivazione del processo conoscitivo.

Soltanto cinque imprese (ACEGAS-APS, ASM, AEM, HERA e IRIDE) specificano la data di aggiornamento di tutti i contenuti della sezione dedicata alla corporate governance (Tabella 5.4). In alcuni casi, le imprese (ACSM e ENIA) offrono la data di aggiornamento solo per le pagine e per le informazioni potenzialmente soggette a diventare obsolete in breve tempo (ad esempio: relativamente alla compagine azionaria e ai patti parasociali).

Tabella 5.4. – L'aggiornamento delle informazioni sulla corporate governance

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSMI	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Data di aggiornamento della sezione corporate governance		x		x		x		x	x		5
Data di aggiornamento di specifiche informazioni			x				x				2
Aggiornamento del calendario societario per il 2008								x			1

Grafico 5.4. – L'aggiornamento delle informazioni sulla corporate governance



Si assiste di fatto ad una sostanziale trascuratezza per la componente informativa appena descritta. Tale atteggiamento trova peraltro conferma nel generalizzato ritardo con cui le imprese aggiornano il calendario degli eventi societari. Sebbene infatti tutte le imprese rendono disponibile il calendario del 2007, solo HERA fornisce un'informativa in merito alle principali scadenze del 2008. In effetti, nonostante l'ultima verifica dei contenuti dei siti sia stata condotta nella prima metà di gennaio 2008, periodo nel quale di norma non sono ancora state fissate con precisione le date relative ai principali eventi societari, sarebbe opportuno che le imprese prevedessero una informativa generale al riguardo, ovvero assumessero un

riferimento più breve di inserimento e di aggiornamento in proposito (ad esempio, ogni trimestre per il trimestre successivo oppure ogni semestre).

### **5.2.2. I messaggi veicolati**

Al fine di appurare la disponibilità, ovvero la quantità e la qualità, delle informazioni di inquadramento della corporate governance aziendale, l'analisi empirica si concentra sui seguenti aspetti:

- la presentazione *on line* del modello di corporate governance adottato;
- l'indicazione dell'assetto proprietario (nonché di eventuali accordi parasociali conosciuti dalla società) e della struttura di gruppo;
- la disponibilità di relazioni e documenti (preferibilmente scaricabili) relativi alle strutture e ai processi di corporate governance.

#### **La presentazione del modello di corporate governance adottato**

Il modello di corporate governance adottato è la prima informazione utile per poter analizzare il sistema di governo dell'impresa. Considerato che il diritto societario italiano prevede tre modelli, appare opportuno che le imprese esplicitino come si è orientata la loro scelta e quali siano le motivazioni che hanno indotto a tale scelta.

Solo tre aziende esplicitano il modello di corporate governance che hanno adottato: AEM, ASM e IRIDE. Le altre imprese tendono sostanzialmente a sottintenderlo (Tabella 5.5). Sebbene un interlocutore esperto in materia – soprattutto se operante all'interno della realtà nazionale - possa immediatamente riconoscere il modello alla luce del nome, della composizione e dei rapporti esistenti tra gli organi di governo e di controllo descritti, un interlocutore non esperto o un visitatore straniero potrebbero invece trovarsi in difficoltà, specie a fronte dell'impiego del modello dualistico orizzontale che, seppure tradizionalmente diffuso in Italia, risulta poco praticato a livello internazionale.

È pertanto auspicabile che le imprese intervengano al riguardo, fornendo una sintetica descrizione del modello adottato e delle principali logiche di funzionamento.

È possibile ipotizzare che AEM e ASM siano state stimolate a descrivere il proprio sistema di corporate governance dal fatto che, in seguito alla propria fusione, hanno optato per un cambiamento del modello di corporate governance (dal sistema tradizionale a quello dualistico verticale). Tale elemento di forte novità ha probabilmente spronato le imprese in oggetto a fornire una dettagliata descrizione degli organi di governo e dei meccanismi di nomina degli amministratori antecedente alla fusione.

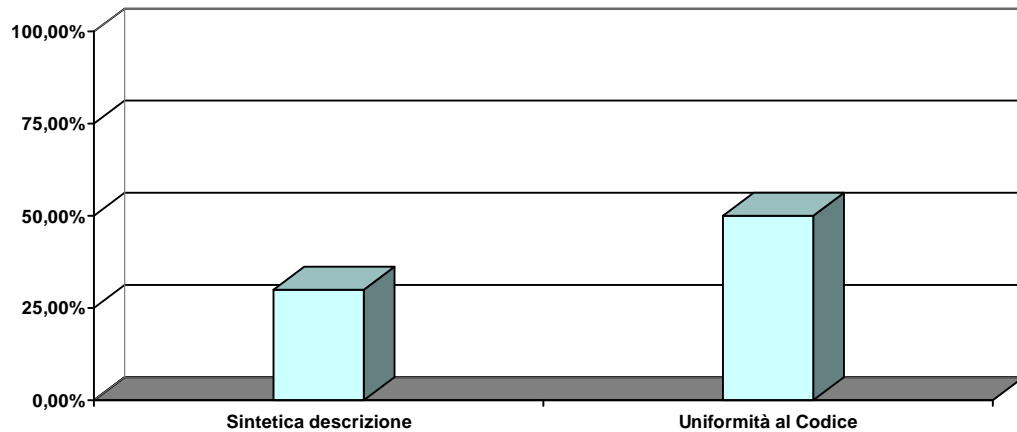
Si è già avuto modo di sottolineare più volte che le previsioni normative relative al governo d'impresa sono state affiancate da una serie di interventi raccomandativi in materia di strutture e processi di corporate governance, tra i quali riveste un ruolo fondamentale il Codice di Autodisciplina. Le imprese dovrebbero pertanto fornire un'adeguata informativa in merito alle eventuali difformità del proprio modello rispetto a quello proposto dal Codice e alle ragioni che hanno portato a tali scelte.

Al riguardo, cinque imprese dichiarano l'uniformità del proprio modello rispetto a quello proposto dal Codice di Autodisciplina e altrettante (ACEGAS-APS, ACSM, ENIA, IRIDE e MEDITERANEA ACQUE) non informano nel merito.

*Tabella 5.5. – Le informazioni sul modello di corporate governance adottato*

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERANEA	TOTALE
Sintetica descrizione del modello adottato				x		x			x		3
Uniformità al Codice	x			x	x	x		x			5

*Grafico 5.5. – Le informazioni sul modello di corporate governance adottato*



### **L'indicazione dell'assetto proprietario, di eventuali accordi parasociali e della struttura di gruppo**

L'interpretazione approfondita e critica delle dinamiche di governo societario richiede la disponibilità di informazioni su: l'assetto proprietario; gli eventuali accordi parasociali in essere; la struttura del gruppo alla quale l'impresa appartiene.

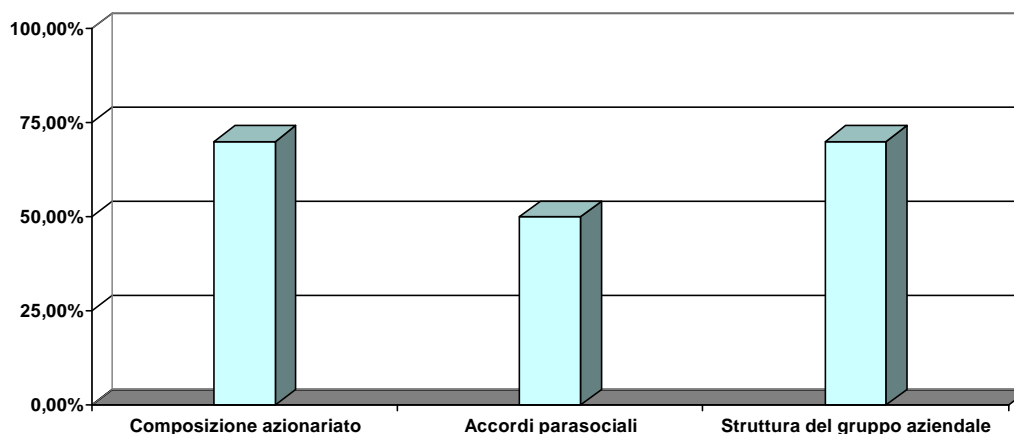
Le informazioni sull'assetto proprietario sono di primario rilievo per le imprese locali di pubblica utilità, in quanto permettono di comprendere concretamente quale sia il ruolo esercitato dagli enti locali proprietari. Inoltre, la conoscenza degli accordi parasociali permette di cogliere quali siano gli elementi che possono influenzare l'orientamento delle delibere assembleari.

Infine, anche la posizione rivestita dall'impresa all'interno del proprio gruppo di appartenenze (società controllante, controllata, collegata) può condizionare i processi decisionali e le dinamiche di funzionamento degli organi di corporate governance.

Tabella 5.6. – Le informazioni sull’assetto proprietario, gli accordi parasociali e la struttura del gruppo di appartenenza

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Composizione dell’azionariato			x	x	x	x	x	x	x		7
Accordi parasociali			x	x		x	x	x			5
Struttura del gruppo di appartenenze			x	x	x	x	x	x	x		7

Grafico 5.6. – Le informazioni sull’assetto proprietario, gli accordi parasociali e la struttura del gruppo di appartenenza



La tabella 5.6 evidenzia che quasi tutte le imprese offrono un’adeguata informativa in merito alla composizione dell’azionariato e alla struttura del gruppo. Solo ACEA, ACEGAS-APS e MEDITERRANEA ACQUE non informano in merito.

Per quanto riguarda gli accordi parasociali, l’informativa in oggetto acquisisce specifico valore per quelle imprese il cui capitale sociale è detenuto da più enti locali. In tal senso, è positivo che ACSM, AEM, ASM, ENIA e HERA, proprio alla luce

della eterogenea composizione della propria base azionario, siano particolarmente chiare al riguardo.

### **La disponibilità di documenti scaricabili relativi alle strutture e ai processi di corporate governance**

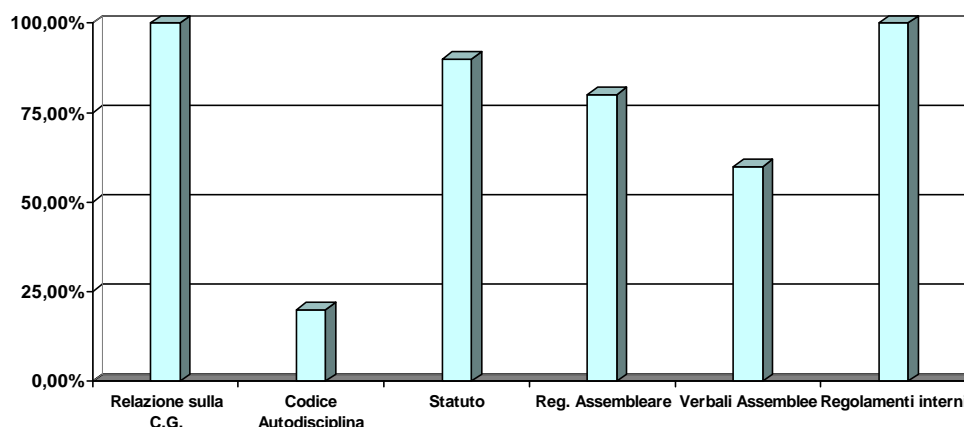
Nell'ambito dei numerosi documenti i cui contenuti possono agevolare i processi di valutazione della corporate governance aziendale, la ricerca si è concentrata sulla presenza dei seguenti documenti societari:

- la relazione sulla corporate governance
- il Codice di Autodisciplina adottato dall'impresa
- lo statuto;
- il regolamento assembleare e i verbali delle assemblee;
- i regolamenti destinati ai componenti degli organi di governo e al personale (sulle procedure per le operazioni con parti correlate; sulle procedure per la diffusione interna ed esterna di informazioni significative, riservate e *price sensitive*; sull'internal dealing, sul sistema di controllo interno e sui codici etici).

*Tabella 5.7. – I documenti sulla corporate governance disponibili nel sito web*

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Relazione sulla corporate governance	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10
Codice di Autodisciplina	x									x	2
Statuto		x	x	x	x	x	x	x	x	x	9
Regolamento assembleare	x	x	x		x	x	x			x	8
Verbali delle assemblee	x	x	x			x			x	x	6
Regolamenti interni	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10

Grafico 5.7. – I documenti sulla corporate governance disponibili nel sito web



Dalla lettura della tabella 5.7 emerge che tutte le imprese rendono disponibile l'ultima versione della propria relazione sulla corporate governance (pubblicata nel primo semestre del 2007 e relativa all'anno 2006). Inoltre, solo ENIA, IRIDE e MEDITERRANEA ACQUE non mettono a disposizione le relazioni degli anni precedenti.

Più variegato è invece lo scenario relativo agli altri documenti che possono partecipare al processo cognitivo e valutativo della corporate governance. In linea generale, comunque, si riscontra un atteggiamento particolarmente trasparente in merito alla numerosità e all'organicità dei documenti offerti, anche se talvolta le imprese potrebbero sviluppare maggiormente soprattutto quegli aspetti che la relazione di corporate governance affronta solo marginalmente.

In particolare, è auspicabile che in futuro le imprese locali di pubblica utilità pongano maggiore attenzione a quei documenti i cui contenuti permettano di cogliere quali siano i meccanismi mediante i quali gli enti locali esercitano le proprie prerogative di indirizzo (Statuto, Verbale delle assemblee, etc.).

### **5.3. La relazione sulla corporate governance**

La seconda fase della ricerca empirica ha interessato, come già esposto, le relazioni sulla corporate governance, al fine di valutarne la chiarezza espositiva e la completezza dei contenuti.

L'indagine è condotta sul documento più recente disponibile. Per tutte le imprese è stato possibile reperire sul sito web aziendale la relazione sulla corporate governance pubblicata nel primo semestre del 2007 e relativa all'esercizio 2006.

L'analisi è sviluppata secondo il seguente schema: in un primo momento è osservata la struttura complessiva dei documenti analizzati, successivamente ne sono approfonditi i contenuti, valutati in base alla conformità rispetto alle indicazioni di Borsa Italiana Spa e di Assonime ed Emittenti Titoli Spa.

Inoltre, alla luce delle peculiarità delle imprese locali di pubblica utilità, riconducibili al rapporto in essere con l'azionista pubblico, si è verificata la presenza di ulteriori e particolari informazioni che potrebbero chiarire le specificità della corporate governance delle imprese analizzate.

#### **5.3.1. La struttura complessiva delle relazioni analizzate**

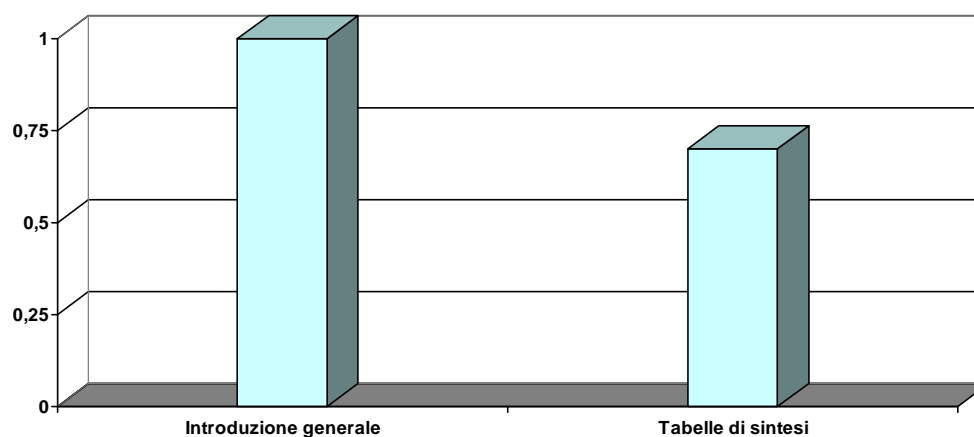
L'efficacia comunicativa della relazione sulla corporate governance trova primaria condizione nella sua struttura espositiva. In effetti, come già evidenziato in merito alla navigazione del sito web aziendale, l'acquisizione delle informazioni da parte del lettore può essere agevolata offrendo un'informativa ben strutturata. In tal senso la relazione dovrebbe prevedere, oltre alla sezione centrale dedicata al dettaglio delle informazioni di confronto tra il sistema di corporate governance societario e le disposizioni del Codice di Autodisciplina:

- un'introduzione generale, nella quale siano sintetizzate i principali elementi del modello di governo societario e dell'identità aziendale;
- l'utilizzo delle tabelle conclusive di sintesi suggerite dalla Guida di Assonime ed Emittenti Titoli Spa, che dovrebbero facilitare il confronto dei contenuti della relazione con quelli delle relazioni degli esercizi precedenti e delle relazioni predisposte da altre società.

*Tabella 5.8. – La struttura delle relazioni sulla corporate governance*

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Introduzione generale	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10
Tabelle di sintesi	x	x		x	x	x		x		x	7

*Grafico 5.8. – La struttura delle relazioni sulla corporate governance*



La Tabella 5.8 evidenzia che tutte le imprese hanno previsto nella loro relazione una parte introduttiva, che però talvolta si limita a fornire un'informativa di poco superiore ad una mera elencazione dei successivi contenuti del documento. Sarebbe invece preferibile che le imprese, pur senza duplicare le informazioni che si

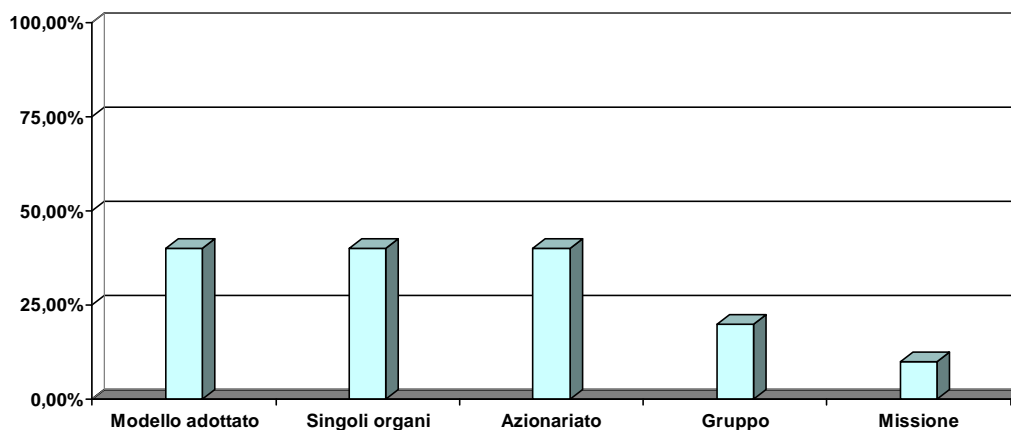
apprestano a rendere nel prosieguo della relazione, fornissero comunque una sintetica fotografia dell'azienda, del modello di corporate governance adottato e delle rispettive principali peculiarità.

Più precisamente, come emerge dalla seguente tabella 5.9 ed in linea con le risultanze dell'analisi dei siti web, si assiste ad una diffusa mancanza di precisazioni sul modello adottato (tradizionale, dualistico, monistico) e sulle motivazioni che hanno portato l'impresa a tale scelta. Solo ACEA, ASM, ENIA e MEDITERRANEA ACQUE informano al riguardo e chiariscono sinteticamente quali siano gli organi che compongono il sistema di corporate governance adottato.

*Tabella 5.9. – Le informazioni sintetiche contenute nella parte introduttiva*

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Tipologia di modello adottato	x					x	x			x	4
Informazioni sui singoli organi	x					x	x			x	4
Composizione dell'azionariato	x	x				x	x				4
Struttura del gruppo							x			x	2
Missione, obiettivi e responsabilità d'impresa					x						1

Grafico 5.9. – Le informazioni sintetiche contenute nella parte introduttiva



Le imprese dimostrano una certa disattenzione anche alle informazioni relative alla struttura dell'azionariato, che in linea di principio dovrebbero interessare più direttamente i soci. Tale carenza informativa risulta particolarmente negativa, in considerazione del fatto che la principale peculiarità delle imprese analizzate è da ricondurre proprio alla composizione della compagine sociale e, più precisamente, alla presenza di uno o più enti locali.

Inoltre, nonostante le imprese locali di pubblica utilità si caratterizzino per aver strutturato nel tempo ampi e complessi gruppi azionali, frutto dei percorsi di crescita dimensionale stimolati dal processo di liberalizzazione dei settori economici nei quali operano, raramente è possibile disporre di informazioni circa la struttura del gruppo (solo ENIA e MEDITERRANEA ACQUE).

Infine, ASCOPIAVE è l'unica realtà ad esplicitare le relazioni esistenti tra corporate governance, realizzazione delle finalità aziendali e responsabilità dell'impresa nei confronti degli stakeholder. Stupisce che nessuna altra impresa provveda al riguardo, anche alla luce delle peculiari ricadute sociali ed ambientali tipiche delle imprese in oggetto e della rilevanza dei fattori critici di successo sociale connessi alla loro attività.

Con riferimento alla sezione tabellare, solo sette imprese (ACEA, ACEGAS-APS, AEM, ASCOPIAVE, ASM, HERA e MEDITERRANEA ACQUE) hanno utilizzato le tabelle riepilogative suggerite nella Guida di Assonime ed Emittenti Titoli Spa.

Si noti però che nei casi in cui sono state previste le tabelle, frequentemente i contenuti delle stesse sono proposti in sostituzione ad un'organica esposizione delle informazioni che dovrebbe trovare spazio nel nucleo centrale della relazione. Sebbene tale approccio possa essere condiviso per alcune informazioni (ad esempio: la composizione nominativa degli organi di governo e di controllo, il tasso di partecipazione alle riunioni), gli elementi più importanti e strettamente connessi all'applicazione del Codice di Autodisciplina meriterebbero un maggiore approfondimento nella parte descrittiva della relazione.

### **5.3.2. I contenuti delle relazioni analizzate**

Di seguito sono presentati i risultati emersi dalla lettura critica delle relazioni di corporate governance. Come anticipato, l'esposizione delle evidenze empiriche segue la struttura suggerita dalle Linee Guida di Borsa Italiana Spa e dalla Guida di Assonime ed Emittenti Titoli Spa. Pertanto, il lavoro si focalizza sulle seguenti aree di informazione:

1. il consiglio di amministrazione (composizione, competenze, modalità di nomina e di remunerazione degli amministratori e rispettivi comitati);
2. il sistema di controllo interno (finalità e organi coinvolti);
3. le operazioni con le parti correlate;
4. il trattamento delle informazioni riservate;
5. i rapporti con i soci;
6. il collegio sindacale.

## L'informativa sul consiglio di amministrazione

Si è già avuto modo di sottolineare in precedenza che il processo di privatizzazione delle imprese locali di pubblica utilità dovrebbe stimolare le imprese in oggetto ad attribuire al consiglio di amministrazione il primario ruolo della gestione ordinaria e straordinaria della società, secondo logiche di professionalità e di autonomia rispetto all'azionista pubblico. La centralità dell'organo amministrativo per l'efficace realizzazione della corporate governance dovrebbe pertanto trovare riscontro in una comunicazione esauriente su:

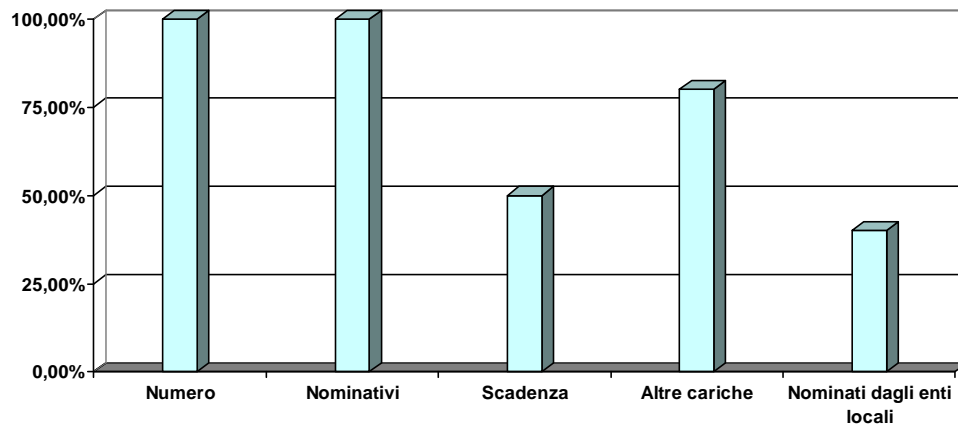
- la composizione dell'organo;
- le competenze del consiglio e le eventuali deleghe conferite a singoli amministratori;
- il funzionamento e lo svolgimento delle riunioni;
- le procedure di nomina e di remunerazione degli amministratori.

Dalla tabella 5.10 emerge che tutte le imprese informano in merito al numero ed al nominativo dei componenti dell'organo amministrativo.

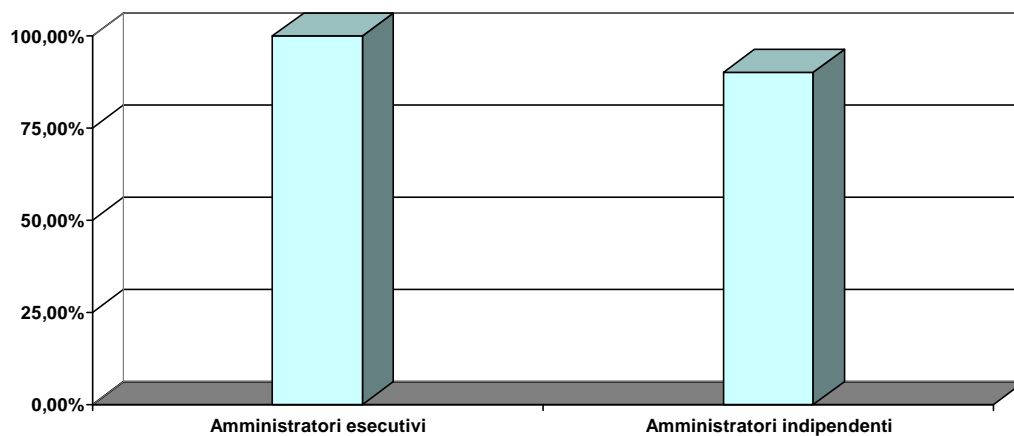
*Tabella 5.10. – Le informazioni sulla composizione del consiglio di amministrazione*

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Numero dei componenti	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10
Nominativi	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10
Scadenza del mandato			x	x	x		x			x	5
Altre cariche ricoperte	x	x		x	x	x	x		x	x	8
Amministratori esecutivi e non esecutivi	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10
Amministratori indipendenti	x	x	x	x		x	x	x	x	x	9
Amministratori nominati dagli enti locali	x	x		x			x				4

*Grafico 5.10.1 – Le informazioni sulla composizione del consiglio di amministrazione*



*Grafico 5.10.2 – Le informazioni sulla composizione del consiglio di amministrazione*



L’informativa sulla scadenza del mandato (fornita solo da ACSM, AEM, ASCOPIAVE, ENIA e MEDITERRANEA ACQUE) è invece meno frequente, sebbene sia essenziale per giudicare la continuità di presenza dei nominativi indicati, ovvero la prossimità di un potenziale cambiamento nella composizione degli organi di corporate governance. Tale informazione andrebbe altresì posta in relazione al ruolo ricoperto da ciascun membro (esecutivo, non esecutivo, indipendente) ed ai

cambiamenti significativi intervenuti nella compagine sociale, per poter valutare i possibili interventi modificativi in termini di orientamenti di vertice.

Solo otto imprese (restano escluse ACSM e HERA), inoltre, forniscono un'adeguata informativa con riferimento alle altre cariche ricoperte dagli amministratori in altre società quotate, bancarie, finanziarie, assicurative e di rilevanti dimensioni. Considerata la complessità dei gruppi aziendali in oggetto, il cui capitale sociale inizia inoltre ad essere partecipato da alcune importanti realtà industriali nazionali ed estere, sarebbe opportuno diffondere chiare informazioni al riguardo, al fine di mettere il lettore nella condizione di poter conoscere effettivamente il ruolo esercitato da ciascun amministratore ed interessi che questi potrebbe rappresentare.

Con riferimento agli amministratori non esecutivi e a quelli indipendenti, la comunicazione può essere considerata buona, dal momento che tutte le imprese informano in merito ai soggetti esecutivi e che solo una impresa (ASCOPIAVE) non precisa quali sono agli amministratori indipendenti.

Per quanto riguarda gli amministratori indipendenti, anche alla luce delle considerazioni proposte nei precedenti capitoli, sarebbe però opportuno che le imprese fornissero una più chiara e trasparente informativa in merito a quali ragioni portano alla citata qualifica per tali soggetti. Inoltre, il lettore dovrebbe essere messo nella condizione di poter effettivamente valutare l'indipendenza di ogni singolo amministratore non soltanto rispetto all'impresa ma anche rispetto agli enti locali che partecipano al capitale sociale e che potrebbero averlo nominato.

Al riguardo, l'informativa in merito a quali siano gli amministratori che sono stati eletti dall'ente locale di riferimento è assolutamente carente: solo quattro imprese (ACEA, ACEGAS-APS, AEM ed ENIA) provvedono in tal senso. Sarebbe invece essenziale poter conoscere per tutte le imprese quali siano gli amministratori che, in quanto eletti dall'ente locale di riferimento, verosimilmente intratterranno con questo un rapporto del tutto peculiare.

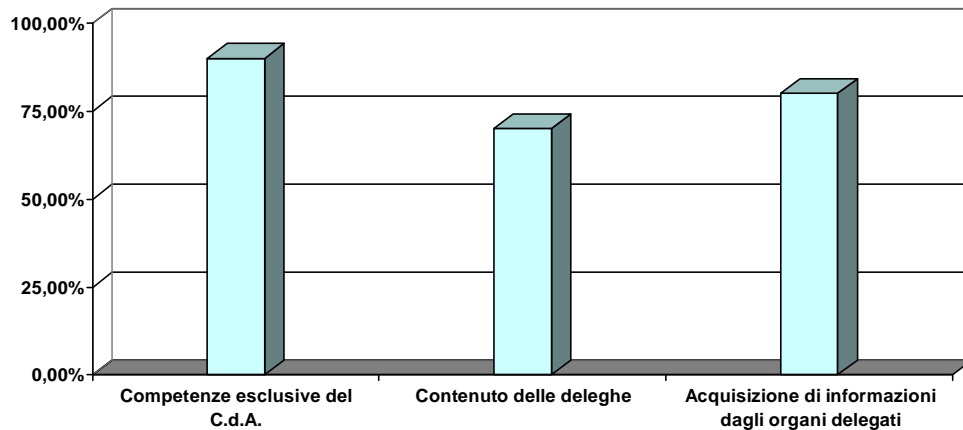
L'analisi delle competenze collegiali dell'organo amministrativo e delle eventuali deleghe conferite ad alcuni amministratori esecutivi, considerato che nella relazione sulla corporate governance dovrebbero essere esplicitate le materie riservate al consiglio di amministrazione, evidenzia che la quasi totalità delle imprese considerate, tutte eccetto ASM, informano al riguardo (Tabella 5.11). Si tratta di un'informazione di particolare pregnanza per le imprese locali di pubblica utilità, in quanto permette di cogliere il reale ruolo esercitato dal Consiglio di Amministrazione e la relativa autonomia formale, ma anche sostanziale, dall'azionista di riferimento e dagli altri interlocutori.

La descrizione delle deleghe conferite a specifici soggetti o organismi (informano solo ACEA, ACEGAS-APS, AEM, ENIA, HERA, IRIDE e MEDITERRANEA ACQUE) e delle correlate procedure istituite per reperire le necessarie informazioni dagli organi delegati e sulla relativa rendicontazione (si aggiunge alle precedenti solo ACSM), si presenta invece non eccellente. Si ritiene che la diffusione di tali contenuti si configuri quale elemento di primaria importanza per le imprese locali di pubblica utilità in quanto è proprio durante i momenti di confronto e di rettifica dell'operato dei soggetti esecutivi che gli amministratori indipendenti possono efficacemente verificare ed orientare l'attività amministrativa dell'impresa verso un equo soddisfacimento delle attese.

*Tabella 5.11. – Le informazioni sulle competenze del consiglio di amministrazione e sulle deleghe conferite*

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Competenze esclusive del Consiglio	x	x	x	x	x		x	x	x	x	9
Contenuto delle deleghe	x	x		x			x	x	x	x	7
Acquisizione di informazioni dagli organi delegati	x	x	x	x			x	x	x	x	8

*Grafico 5.11 – Le informazioni sulle competenze del consiglio di amministrazione e sulle deleghe conferite*



Per quanto riguarda l'efficacia delle informazioni sui soggetti direttamente investiti da deleghe operative (il presidente del consiglio di amministrazione e gli eventuali amministratori delegati), emerge che tutte le imprese ne indicano il nominativo (Tabella 5.12). Meno diffusa è invece la descrizione dei meccanismi di delega. Al riguardo, sebbene alcune competenze spettino necessariamente ai soggetti delegati (si pensi alla convocazione e al coordinamento del consiglio di amministrazione da parte del presidente) sarebbe opportuna una informativa dettagliata al riguardo, atteso che i meccanismi di delega possono ampliare in misura più o meno rilevante l'attribuzione delle competenze e dei poteri, talvolta giungendo a far coincidere le due cariche in esame.

Non viene invece reso noto da alcuna impresa se ad uno o più amministratori sono state conferite specifiche deleghe di gestione diretta dei rapporti con gli enti locali di riferimento. La mancata comunicazione in tal senso non deve essere interpretata quale fattore di esclusione di delega. Comunque, si ritiene che una formalizzazione in tal senso sarebbe opportuna, al fine di rendere trasparenti le modalità di sviluppo del dialogo tra management e enti locali, considerata anche la duplice funzione di shareholder e di rappresentante degli interessi della collettività, assunti da questi ultimi.

Tabella 5.12. – Le informazioni sul presidente e sugli amministratori delegati

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Presidente											-
• Nome	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10
• Ruolo e funzioni	x	x	x	x	x	x		x	x		8
Amministratori delegati											-
• Nome	x	x	x	x	x	n.p.	x	x	x	x	9
• Ruolo e funzioni	x	x		x		n.p.	x	x			5

Grafico 5.12.1 – Le informazioni sul presidente

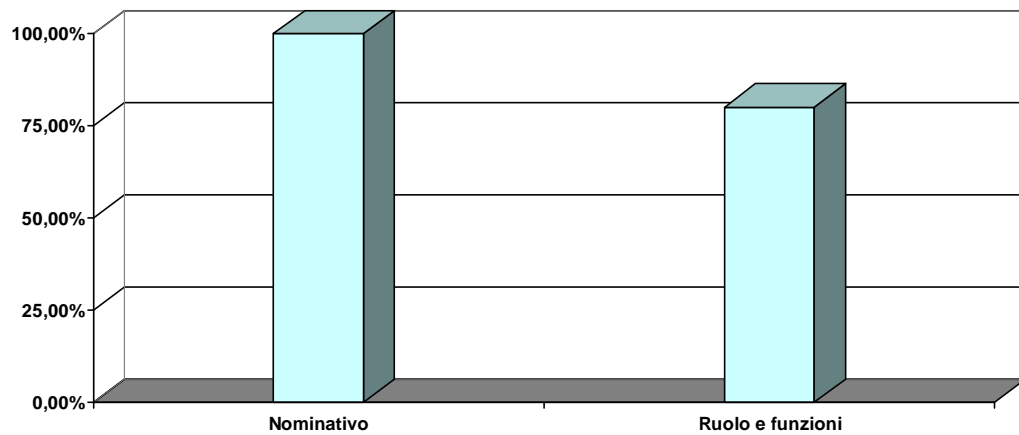
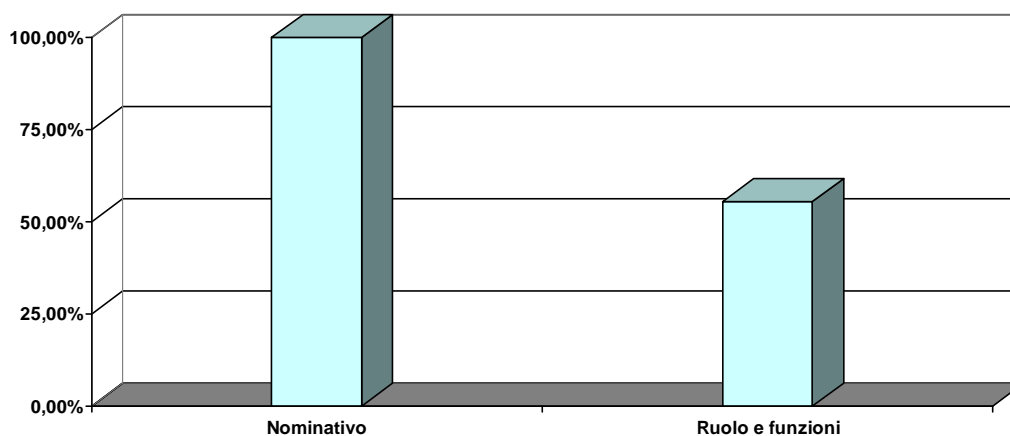


Grafico 5.12.2 – Le informazioni sugli amministratori delegati<sup>6</sup>



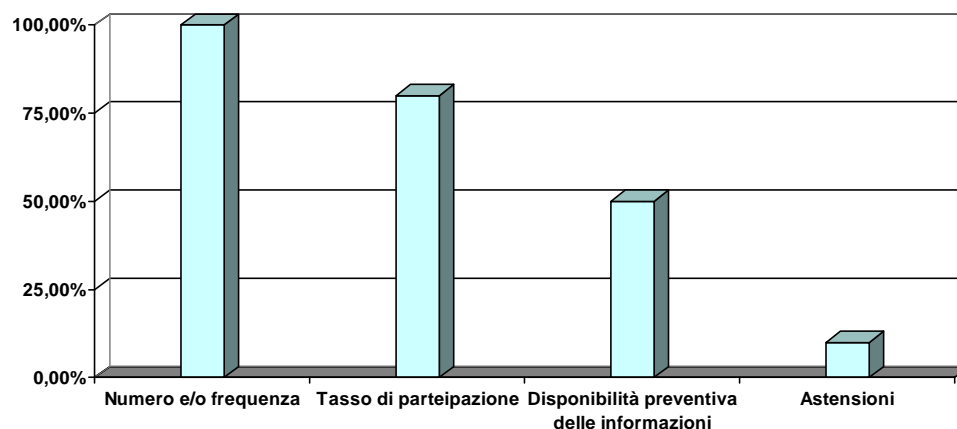
Nella relazione dovrebbe inoltre trovare una chiara rappresentazione anche l’informativa sul funzionamento del consiglio di amministrazione, che può essere efficacemente fornita mediante la diffusione di informazioni sullo svolgimento delle riunioni effettuate e programmate dall’organo in esame.

Tabella 5.13. – Le informazioni sulle riunioni del consiglio di amministrazione

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSMI	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Numero e/o frequenza delle riunioni	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	10
Tasso di partecipazione	X	X		X	X	X	X	X		X	8
Preventiva disponibilità di informazioni sui temi da discutere	X			X		X		X		X	5
Astensione e allontanamento di specifici amministratori da particolari delibere				X							1

<sup>6</sup> Percentuale calcolata su un totale di 9 osservazioni, considerata la non previsione dell’amministratore delegato da parte di ASM.

Grafico 5.13. – Le informazioni sulle riunioni del consiglio di amministrazione



La Tabella 5.13 mostra una situazione generalmente positiva per quanto attiene all'informazione sintetica relativa al numero e/o alla frequenza delle riunioni, solitamente precisate per l'esercizio concluso e per quello successivo.

Il tasso di partecipazione dei singoli componenti non è indicato solo da ACSM e IRIDE. Con riferimento alla partecipazione alle riunioni, inoltre, sarebbe interessante conoscere anche quali altri soggetti sono stati invitati a partecipare alle riunioni (in genere gli alti dirigenti, in aggiunta ai sindaci che assistono alle riunioni per obbligo di legge), per poter valutare il grado di condivisione interno all'azienda, e più specificatamente al management, in merito alle scelte poste dall'organo collegiale di amministrazione.

Anche l'informazione sulle procedure volte a fornire anticipatamente agli amministratori il materiale necessario per conoscere i contenuti delle riunioni è poco diffusa (ACEA, AEM, ASM, HERA e MEDITERRANEA ACQUE).

Si ritiene infine preoccupante il fatto che solo AEM fornisca un'adeguata spiegazione in merito alla procedura adottata quando un amministratore si trova in

una situazione di conflitto di interesse<sup>7</sup> e dovrebbe pertanto astenersi dalla delibera consiliare, dopo aver illustrato i fatti all'organo collegiale.

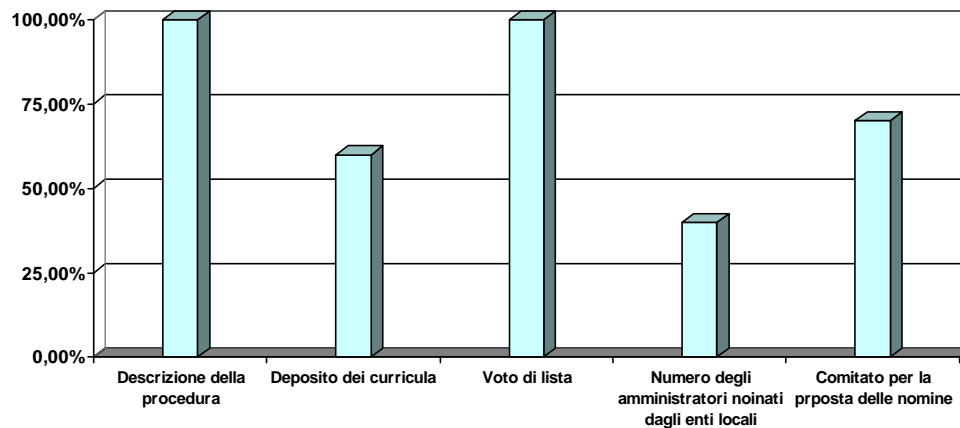
Con riguardo al grado di apprezzabilità delle procedure adottate per la nomina degli amministratori e dell'eventuale istituzione del comitato per la proposta delle nomine, emerge che tutte le imprese affermano di aver adottato una specifica procedura per le nomine (Tabella 5.14) e che solo due imprese (ENIA e IRIDE) non forniscono un'adeguata informativa in merito alle ragioni che le hanno portate a non istituire il comitato per la proposta di nomine.

*Tabella 5.14. – Le informazioni sulle nomine e il relativo comitato*

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Descrizione della procedura	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10
Preventivo deposito dei curricula dei candidati	x	x	x	x		x			x		6
Precisazioni sul voto di lista	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10
Indicazione del numero di amministratori nominati dagli enti locali	x			x		x		x			4
Comitato per la proposta di nomine											-
• Motivazioni in merito alla mancata istituzione	x	x	x	x	x			x		x	7

<sup>7</sup> I casi più diffusi sono riconducibili alle operazioni in cui l'amministratore costituisce una parte correlata (o ha rapporti economici o personali con quest'ultima) e alle decisioni relative alla remunerazione del consigliere.

Grafico 5.14. – Le informazioni sulle nomine e il relativo comitato



Solo sei aziende (ACEA, ACEGAS-APS, ACSM, AEM, ASM e IRIDE) segnalano il preventivo deposito del curriculum dei candidati presso la sede sociale.

Tutte le imprese forniscono precisazioni sul meccanismo del voto di lista, finalizzato all'elezione di consiglieri da parte dell'azionariato di minoranza. Ciò è particolarmente positivo, in quanto tale informativa permette di verificare se effettivamente le imprese si sono dotate di procedure in grado di coinvolgere e tutelare anche gli azionisti di minoranza.

Da ultimo, si considera l'informativa sul sistema delle remunerazioni e sul comitato che può formulare proposte e valutazioni in merito (Tabella 5.15).

Tabella 5.15. – Le informazioni sui sistemi di remunerazione e sul relativo comitato

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Descrizione del sistema di remunerazione	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	8
Compensi correlati ai risultati per gli amministratori esecutivi				X	X		X	X	X		4
Previsione di piani di stock option						X					1
Comitato per le remunerazioni											-
• Esistenza	X	X	X	X	X	X	X	X	X		9
• Composizione	X	X	X	X	X	X	X	X	X		9
• Competenze		X		X	X	X	X	X	X		7
• Attività svolta		X	X	X	X	X	X	X	X		7
• Tasso di partecipazione dei componenti alle riunioni		X		X	X	X		X			5

Grafico 5.15.1. – Le informazioni sui sistemi di remunerazione

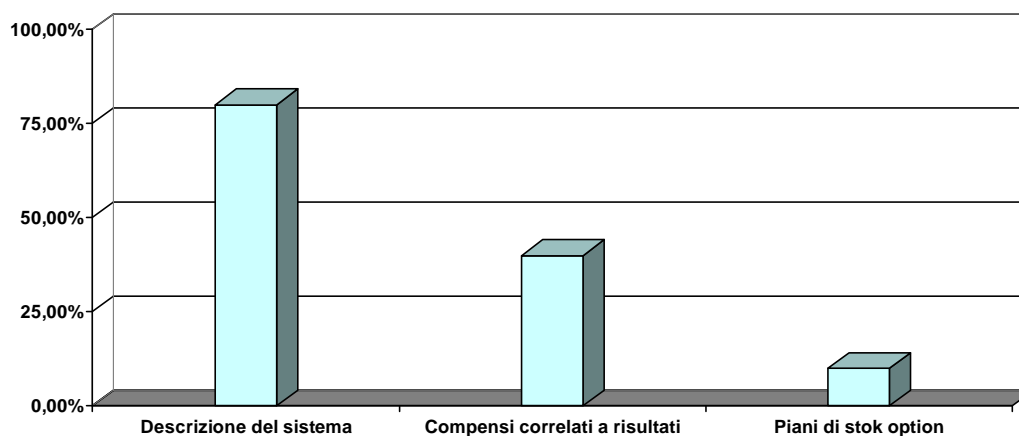
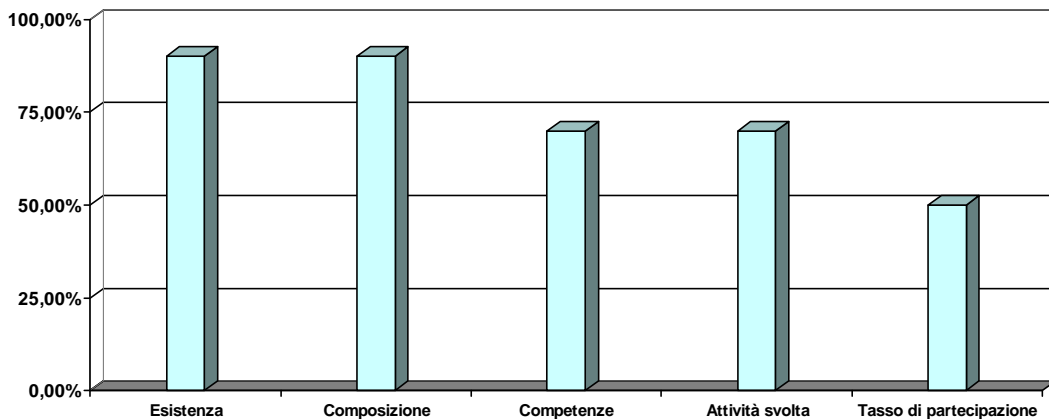


Grafico 5.15.2. – Le informazioni sul comitato per le remunerazioni



Tutte le imprese, tranne ACEA e MEDITERRANEA ACQUE, descrivono la procedura di remunerazione istituita in azienda. Inoltre AEM, ASCOPIAVE, ENIA e HERA affermano che i compensi degli amministratori esecutivi sono composti da una parte fissa e una parte variabile connessa ai risultati aziendali e a specifici obiettivi. Si rileva però che in nessun caso è possibile conoscere quali siano gli obiettivi attribuiti a ciascun amministratore esecutivo. Sarebbe invece utile poter fruire di tale informazione, in quanto permetterebbe di verificare se le società hanno realmente adottato un orientamento globale ai risultati, non solo secondo logiche di carattere economico ma anche in considerazione di una responsabilità più ampia, che contempli la sfera sociale ed ambientale connessa alle peculiarità del beni economici prodotti ed erogati.

ASM ha invece esplicitato che non ha ritenuto opportuno correlare il compenso degli amministratori esecutivi ai risultati aziendali, preferendo compensi fissi per ogni componente del consiglio.

Inoltre ASM è l'unica impresa a informare in merito alla previsione di piani di stock option, rimarcando che al momento non ne sono stati istituiti.

Infine, con riferimento al comitato per la proposta delle remunerazioni, nove imprese (resta esclusa MEDITERRANEA ACQUE) informano in merito all'esistenza e alla composizione dello stesso. Più variegata invece l'informativa sulle competenze

espressamente delegate, sull'attività realmente svolta nell'esercizio e sul tasso di partecipazione degli amministratori componenti.

### **L'informativa sul sistema di controllo interno**

Il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana prevede che le società adottino un adeguato sistema di controllo interno, definito quale l'insieme di processi diretti a monitorare: l'efficienza delle operazioni aziendali, l'affidabilità dell'informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti, la salvaguardia dei beni aziendali, la gestione dei rischi.

Al riguardo, si è già avuto modo di sottolineare l'essenzialità del sistema di controllo anche per le imprese locali di pubblica utilità in quanto:

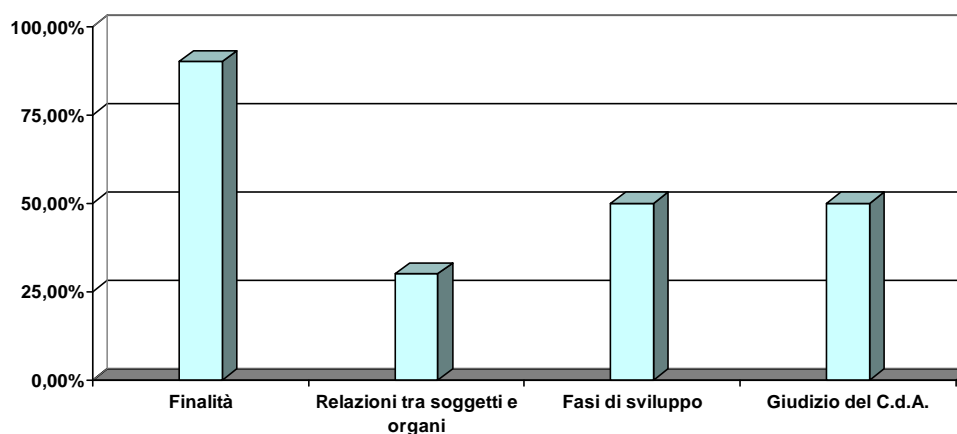
- da un lato, le imprese in oggetto hanno dovuto necessariamente sviluppare un adeguato sistema per poter efficacemente gestire le crescenti complessità aziendali, connesse ai recenti percorsi di crescita dimensionale stimolati dai processi di liberalizzazione dei settori dei beni economici di pubblica utilità;
- dall'altro lato, l'adozione di logiche di funzionamento aziendale orientate all'economicità e alla razionalizzazione dell'attività economica non può prescindere dallo sviluppo di adeguate procedure di governo d'impresa caratterizzate dalla presenza di chiari ed efficaci sistemi di controllo interno.

La relazione sulla corporate governance dovrebbe quindi offrire un quadro complessivo sul sistema di controllo interno, illustrandone le finalità, il contributo dei differenti organi che ne garantiscono l'indirizzo, il funzionamento e il monitoraggio, nonché le relazioni in essere tra tali organi. Una chiara presentazione del sistema di controllo interno dovrebbe altresì comprendere la descrizione delle fasi di sviluppo del sistema stesso sulle quali i vertici si sono concentrati durante l'esercizio e l'indicazione degli interventi già programmati per il futuro. Da ultimo, la presentazione generale dovrebbe comprendere un giudizio del consiglio di amministrazione, corredato da opportune motivazioni, in relazione all'efficacia del sistema di controllo interno adottato.

Tabella 5.16. – Le informazioni generali sul sistema di controllo interno

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Finalità del sistema di controllo interno	x	x	x	x		x	x	x	x	x	9
Relazioni tra soggetti e organi con funzioni di controllo	x		x	x							3
Fasi di sviluppo del sistema	x		x	x					x	x	5
Giudizio del consiglio di amministrazione	x		x	x		x	x				5

Grafico 5.16. – Le informazioni generali sul sistema di controllo interno



La Tabella 5.16 mostra che nove imprese (è esclusa solo ASCOPIAVE) precisano le finalità del sistema di controllo interno, anche se alcune si limitano a ripetere le espressioni utilizzate nel Codice di Autodisciplina.

Solo tre imprese (ACEA, ACSM e AEM) forniscono un dettaglio delle relazioni in essere tra i singoli soggetti e organi aventi funzioni di controllo. Solo cinque imprese (oltre alle tre precedenti anche IRIDE e MEDITERRANEA ACQUE), inoltre, informano, peraltro molto sinteticamente, circa le fasi di sviluppo del proprio sistema.

Alle tre imprese sopra citate si aggiungono ASM e HERA nel comunicare il giudizio del consiglio di amministrazione sul sistema di controllo interno. In tutti i casi il giudizio è molto sintetico e le imprese tendono di fatto ad affermare genericamente che il sistema può essere considerato in linea con le finalità perseguite e con le dimensioni aziendali. Anche ipotizzando che ciò corrisponda al vero, sarebbe comunque opportuna una maggiore trasparenza.

Le risultanze sono migliori per quanto attiene all'indicazione dei soggetti e degli organi che ricoprono specifiche funzioni nell'ambito del sistema di controllo interno. Nel complesso, dunque, sembra che le società analizzate attribuiscono maggiore importanza alla parte strutturale del sistema di controllo interno, concentrandosi sulla comunicazione di ruoli e responsabilità a scapito delle informazioni sui processi realizzati o programmati. A tale conclusione si giunge anche osservando l'informativa sul comitato per il controllo interno e sul preposto al controllo (Tabella 5.17).

Tabella 5.17. – Le informazioni sul comitato per il controllo interno e sul preposto

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Comitato per il controllo interno											-
• Esistenza	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10
• Composizione	x	x	x	x	x	x	x	x	x		9
• Tasso di partecipazione alle riunioni		x		x	x	x	x	x			6
• Competenze		x		x	x	x	x	x			6
• Attività svolte		x		x	x	x	x	x			6
• Indicazione dei soggetti a cui riferisce	x	x		x	x	x	x	x			7
Preposto al controllo interno											-
• Esistenza	x		x	x	x	x	x	x	x		8
• Nominativo	x			x	x						3
• Competenze	x		x	x	x						4
• Attività svolte				x	x			x			3
• Precisazione dell'indipendenza	x		x	x	x			x			5
• Coincidenza con l'internal auditing	x			x	x	x	x	x	x		7

Grafico 5.17.1. – Le informazioni sul comitato per il controllo interno

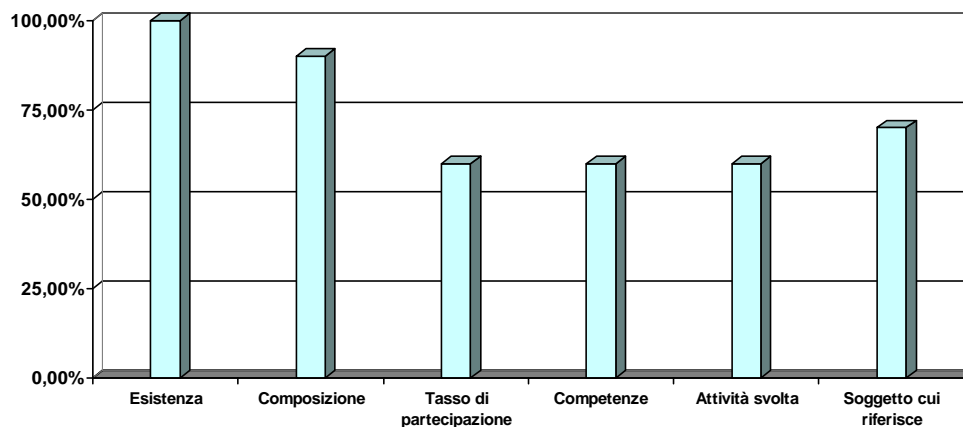
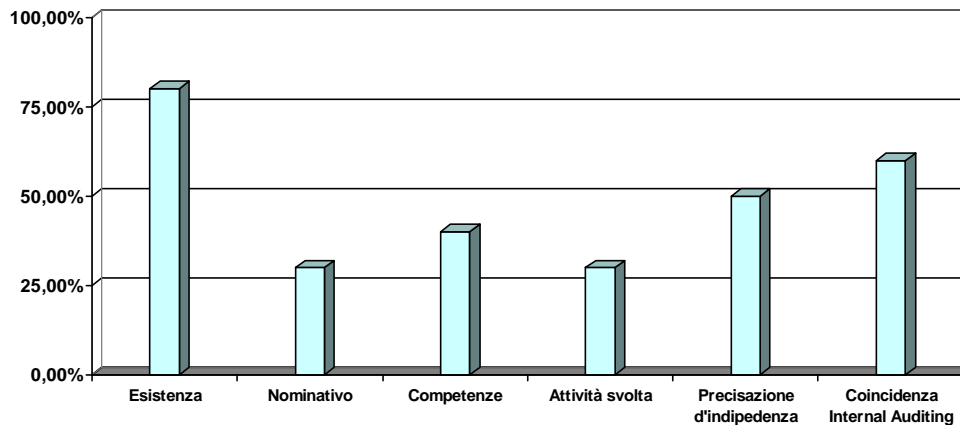


Grafico 5.17.2. – Le informazioni sul preposto al controllo interno



Tutte le società presentano il comitato per il controllo interno e ne elencano la composizione (tranne MEDITERRANEA ACQUE). Solo sei imprese (ACEGAS-APS, AEM, ASCOPIAVE, ASM, ENIA e HERA) indicano anche le competenze, l'attività realmente svolta e il tasso di partecipazione dei membri alle riunioni. Sette imprese (oltre alle precedenti anche ACEA), infine, indicano il soggetto cui il comitato riferisce.

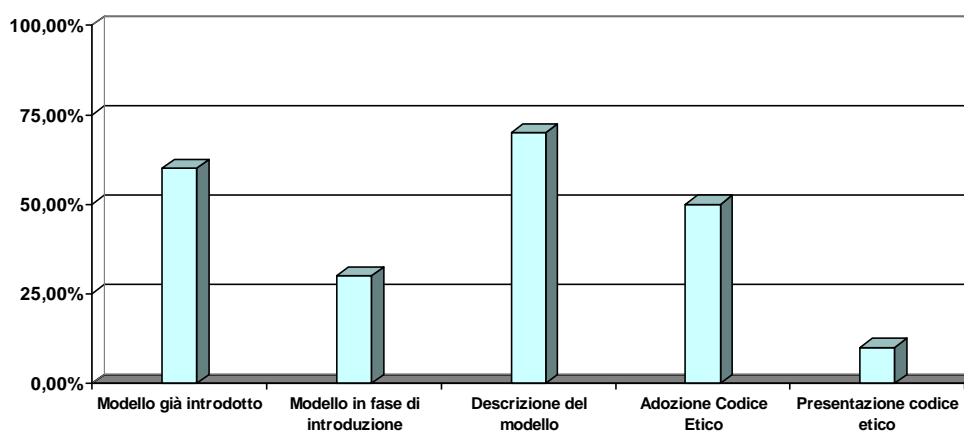
Per quanto riguarda il preposto al controllo interno, le informazioni sono meno soddisfacenti. Sebbene infatti le sette imprese che comunicano in merito al comitato (esclusa ACEGAS-APS) informino anche circa l'esistenza del preposto, meno precisa è l'informativa di dettaglio: nominativo, competenze, attività realmente svolta. Inoltre, non tutte le imprese sottolineano l'indipendenza, o meno, del preposto dalle altre funzioni aziendali e non sempre informano se tale soggetto coincide con la funzione di internal auditing.

Da ultimo, la ricerca si sofferma sull'informativa dedicata al modello di organizzazione, gestione e controllo di cui le imprese dovrebbero dotarsi per prevenire le frodi e proteggersi dalla responsabilità amministrativa per fatti compiuti da propri dipendenti (D.lgs. 231/2001).

Tabella 5.18. – Le informazioni sul modello di organizzazione, gestione e controllo

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Introduzione del modello ex D.Lgs. 231/2001											-
• Già effettuata	x		x	x		x	x	x			6
• In fase di studio o realizzazione		x							x	x	3
Descrizione del modello e dell'organo di vigilanza	x		x	x		x	x	x	x		7
Dichiarazione di adozione del codice etico	x	x		x		x		x			5
Presentazione del codice etico				x							1

Grafico 5.18. – Le informazioni sul modello di organizzazione, gestione e controllo



Dalla Tabella 5.18 emerge che quasi tutte le imprese hanno già introdotto un modello di organizzazione, gestione e controllo: ACEGAS-APS, IRIDE e MEDITERRANEA ACQUE affermano che il modello è in fase di realizzazione e solo ASCOPIAVE non informa al riguardo. Tale ultimo dato merita comunque di essere interpretato tenendo conto che il Codice di Autodisciplina non fa alcun riferimento al D.lgs. 231/2001 e ciò può avere indotto l'impresa in oggetto a non trattare l'argomento nella relazione sulla corporate governance.

Per le altre imprese è possibile osservare che la comunicazione è abbastanza curata con riferimento alla descrizione del modello, fornita da tutte le sei imprese che lo hanno sviluppato e da IRIDE. Le informazioni sull'organo di vigilanza sono, invece, meno articolate e tendenzialmente si limitano a segnalare la composizione – collegiale – dell'organo stesso.

Solo cinque aziende (ACEA, ACEGAS-APS, AEM, ASM, HERA) dichiarano di aver adottato un codice etico, rivolto agli amministratori, ai dirigenti e al personale, che peraltro viene presentato solo da AEM.

### **Le informazioni sulle operazioni con le parti correlate**

La relazione di corporate governance dovrebbe informare gli stakeholder in merito all'adozione di comportamenti responsabili ed imparziali da parte degli organi di governo ed in particolare dovrebbe illustrare le procedure adottate dalla società nel caso in cui si verificano situazioni di potenziale conflitto di interesse.

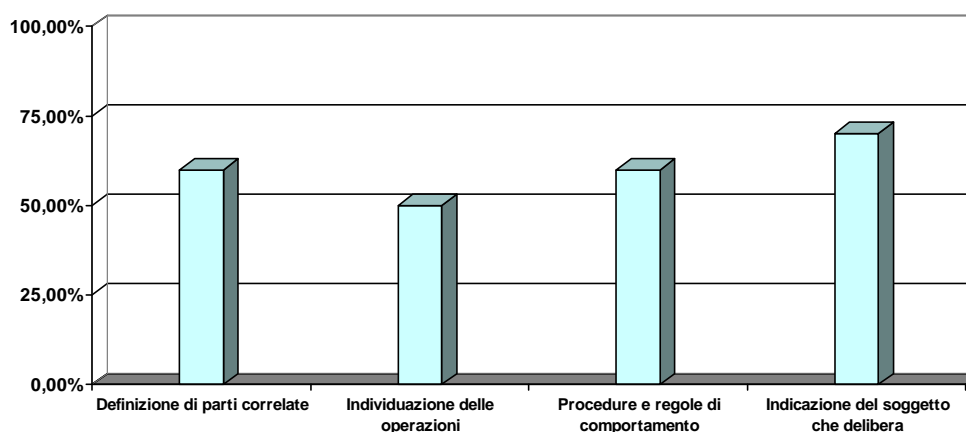
In proposito, il Codice di Autodisciplina raccomanda la massima correttezza nello svolgimento delle operazioni per le quali specifici soggetti presentano un interesse, anche indiretto: può trattarsi di amministratori, sindaci, dirigenti della società, nonché dei loro coniugi e familiari entro il secondo grado e, in generale, dei soggetti che esercitano un'influenza rilevante sull'impresa o un'attività di controllo e coordinamento.

La delicatezza delle decisioni in merito alle descritte operazioni giustifica pertanto che la relativa competenza sia attribuita al consiglio di amministrazione, eventualmente assistito dal comitato per il controllo interno o da consulenti indipendenti.

Tabella 5.19. – Le informazioni sulle operazioni con parti correlate

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Definizione di “parti correlate”		x		x	x		x	x	x		6
Individuazione o classificazione delle operazioni		x		x	x		x	x			5
Procedure e regole di comportamento da adottare		x		x	x		x	x		x	6
Indicazione del soggetto che ha il potere di deliberare	x	x	x	x		x	x			x	7

Grafico 5.19. – Le informazioni sulle operazioni con parti correlate



Soltanto sei imprese (ACEGAS-APS, AEM, ASCOPIAVE, ENIA, HERA e IRIDE) individuano con esattezza e offrono una definizione compiuta di “parti correlate” (Tabella 5.19). È altresì carente la distinzione delle operazioni tra quelle soggette ad una specifica procedura autorizzativa e quelle per le quali è sufficiente una comunicazione successiva al consiglio di amministrazione, dato il carattere tipico ed usuale delle medesime.

Inoltre, a riprova di una sostanziale attenzione agli aspetti strutturali a discapito di quelli procedurali, anche l’informativa sulle procedure adottate dai vertici in presenza di un possibile conflitto di interessi è fornita solo da cinque società

(ACEGAS-APS, AEM, ASCOPIAVE, ENIA, HERA e MEDITERRANEA ACQUE).

Sette imprese (ACEA, ACEGAS-APS, ACSM, AEM, ASM, ENIA e MEDITERRANEA ACQUE), invece, chiariscono che è in capo al consiglio di amministrazione il potere di deliberare in merito alle operazioni in esame.

Complessivamente pare che le imprese esaminate pongano poca attenzione alla descrizione delle operazioni con le parti correlate e una maggiore chiarezza al riguardo sarebbe auspicabile, considerata la delicatezza del tema.

### **La comunicazione sul trattamento delle informazioni riservate**

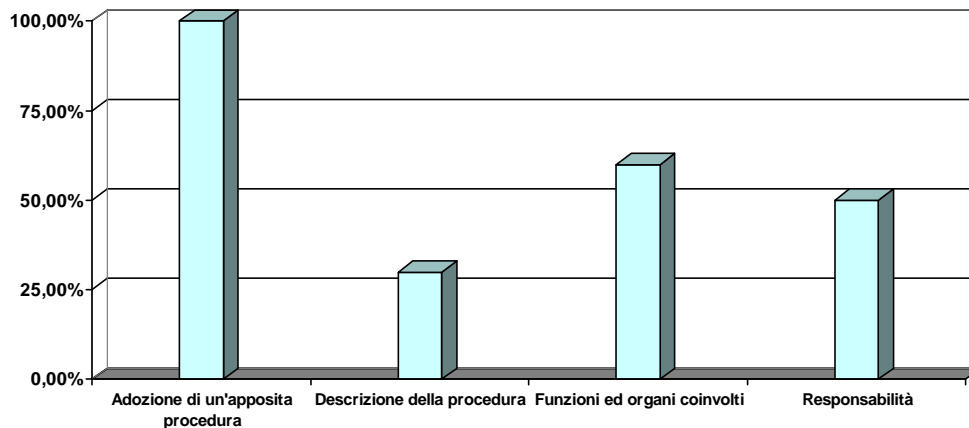
La tutela degli stakeholder presuppone la realizzazione di una piena simmetria informativa tra tutti i portatori di interessi. In tal senso, è essenziale che le società quotate attivino una specifica procedura per:

- la gestione interna delle informazioni riservate, potenzialmente detenute da chi occupa una definita posizione nell'impresa;
- la diffusione al pubblico delle informazioni stesse, in particolare se la divulgazione può influenzare la quotazione dei titoli societari (informazioni *price sensitive*).

*Tabella 5.20. – Le informazioni sul trattamento delle informazioni riservate*

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Adozione di un'apposita procedura	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10
Descrizione della procedura		x		x	x						3
Funzioni ed organi coinvolti nella procedura	x	x		x	x		x	x			6
Responsabilità per il trattamento e la diffusione delle informazioni		x		x	x		x	x			5

Grafico 5.20. – Le informazioni sul trattamento delle informazioni riservate



La tabella 5.20 mostra che tutte le società dichiarano di adottare una apposita procedura. Solo in tre casi (ACEGAS-APS, AEM e ASCOPIAVE), però, ne è offerta una descrizione, peraltro sintetica.

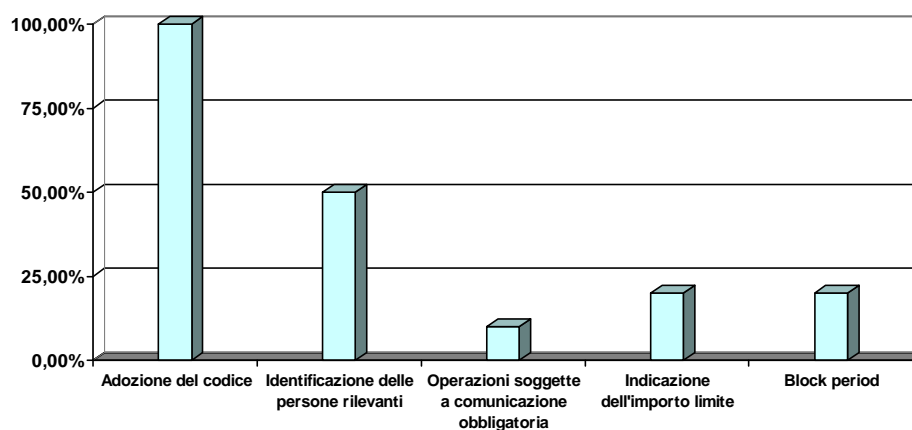
Sei imprese (ACEA, ACEGAS-APS, AEM, ASCOPIAVE, ENIA e HERA) indicano quali sono gli organi e i soggetti coinvolti nella procedura: si tratta in genere del presidente, dell'amministratore delegato, dell'investor relator e di uffici con funzioni di supporto. Tali imprese, esclusa ACEA, chiariscono anche su chi ricada la responsabilità per l'intera procedura: la delicatezza dei contenuti comporta, solitamente, la supervisione del consiglio di amministrazione e la responsabilità dell'amministratore delegato (se previsto) o del presidente (in qualità di garante dell'efficacia e dell'imparzialità della procedura).

Per una maggiore protezione degli interlocutori aziendali, a cominciare dagli azionisti, Borsa Italiana Spa richiede l'adozione di un codice di comportamento rivolto alle persone che occupano posizioni di rilievo (codice di *internal dealing*), le quali possono disporre di informazioni riservate grazie al ruolo ricoperto nell'impresa o nel gruppo. Nella relazione dovrebbero pertanto essere descritti quanto meno i lineamenti essenziali del codice in oggetto.

Tabella 5.21. – Le informazioni sull’internal dealing

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Adozione del codice di comportamento	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10
Identificazione delle persone rilevanti				x	x	x		x		x	5
Operazioni soggette a comunicazione obbligatoria								x			1
Indicazione dell'importo limite								x		x	2
Riferimenti al <i>block period</i>					x			x			2

Grafico 5.21. – Le informazioni sull’internal dealing



L’indagine appura che tutte le aziende precisano all’interno della relazione di avere adottato un codice di *internal dealing*. Tuttavia, solo HERA fornisce una chiara e completa informativa al riguardo, considerato che oltre a tale impresa solo AEM, ASCOPIAVE, ASM e MEDITERRANEA ACQUE identificano le persone ritenute rilevanti (amministratori, sindaci, dirigenti, direttori di funzione, consulenti aziendali) e che solo AEM informa anche in merito al *block period* (periodo durante il quale le persone rilevanti non possono effettuare operazioni sui titoli della società al fine di scongiurare il rischio che possano beneficiare di informazioni non ancora note al mercato).

L'analisi complessiva della comunicazione relativa ai processi che le imprese locali di pubblica utilità hanno dovuto introdurre in merito all'operazioni con parti correlate, al trattamento delle informazioni riservate e all'*internal dealing*, rimarca una certa sensibilità al problema ma non fornisce complete garanzie circa la completa correttezza dei comportamenti. In sostanza, pare che tali procedure non siano state ad oggi del tutto assimilate nella corporate governance aziendale. Attesa però la rilevanza delle stesse al fine di garantire lo sviluppo di un'attività aziendale equa e trasparente, gli organi di governo dovrebbero intervenire a riguardo.

### **Le informazioni sui rapporti con i soci**

La relazione dovrebbe fornire un'adeguata informativa sulle modalità prescelte dai vertici aziendali per favorire il dialogo tra l'impresa e gli azionisti, in ottemperanza al mandato che lega la proprietà e gli organi di corporate governance.

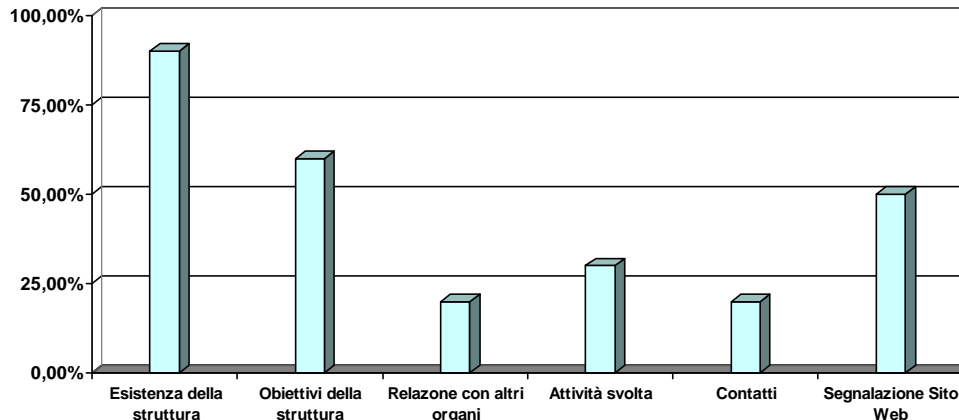
Comprensibilmente, l'informativa in oggetto acquisisce ancor più valore per le imprese locali di pubblica utilità, chiamate a risolvere il delicato rapporto tra il proprietario pubblico di riferimento e gli azionisti di minoranza.

In proposito, le imprese dovrebbero segnalare l'esistenza della funzione dedicata all'*investor relation*, descrivendone le finalità e le forme di intervento, che possono comprendere: la gestione dei comunicati finanziari; gli incontri periodici con la comunità finanziaria; la gestione di un'area del sito web dedicata; il contatto diretto con gli azionisti, anche per via telematica. Molto utile potrebbe essere anche la segnalazione dei contatti dell'*investor relator* e dell'indirizzo web della società.

Tabella 5.22. – Le informazioni sulla struttura di investor relation

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Esistenza di una struttura di investor relation	X	X	X	X	X	X	X	X	X		9
Obiettivi della struttura		X			X	X	X	X	X		6
Relazioni con gli altri organi aziendali	X			X							2
Attività svolta	X					X	X				3
Contatti dell'investor relator		X						X			2
Segnalazione dell'esistenza della specifica sezione del sito web dedicata	X	X				X	X	X			5

Grafico 5.22. – Le informazioni sulla struttura di investor relation



Le società analizzate paiono sottovalutare l'importanza di porre le basi, tramite la relazione di governance, per un rapporto più interattivo con gli azionisti. Sebbene tutte le imprese, eccetto MEDITERRANEA ACQUE, diano rilievo all'esistenza dell'investor relator (Tabella 5.22), si assiste ad una generica disattenzione in merito alla descrizione: degli obiettivi della struttura, delle relazioni in essere con gli altri organi, dell'attività svolta, dei contatti dell'investor relator, della segnalazione di

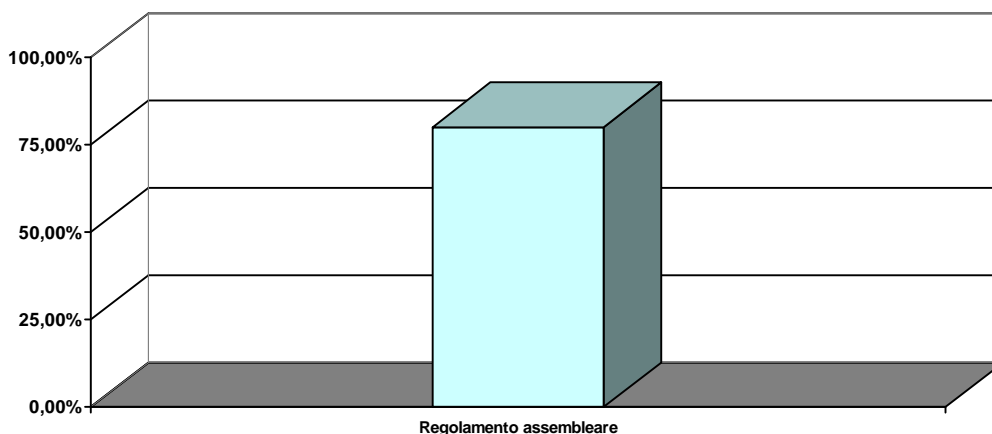
un'area del sito web aziendale dove sono raccolte tutte le informazioni di carattere economico-finanziario, oltre ai documenti riconducibili alla corporate governance.

Inoltre, in stretto collegamento con i rapporti con gli azionisti, la relazione di corporate governance dovrebbe presentare i tratti essenziali del funzionamento dell'assemblea (Tabella 5.23).

Tabella 5.23. – Le informazioni sull'assemblea

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Assemblea degli azionisti											-
• Informazioni sull'adozione del Regolamento	x	X	x	x	x		x	x		x	8

Grafico 5.23. – Le informazioni sull'assemblea



La ricerca mostra che otto imprese (restano escluse ASM e IRIDE) forniscono notizie in merito all'esistenza di un regolamento assembleare autonomo o incluso nello statuto, che di norma è finalizzato ad agevolare l'ordinato svolgimento degli incontri assembleari, anche a garanzia del diritto di partecipazione e di intervento degli azionisti di minoranza.

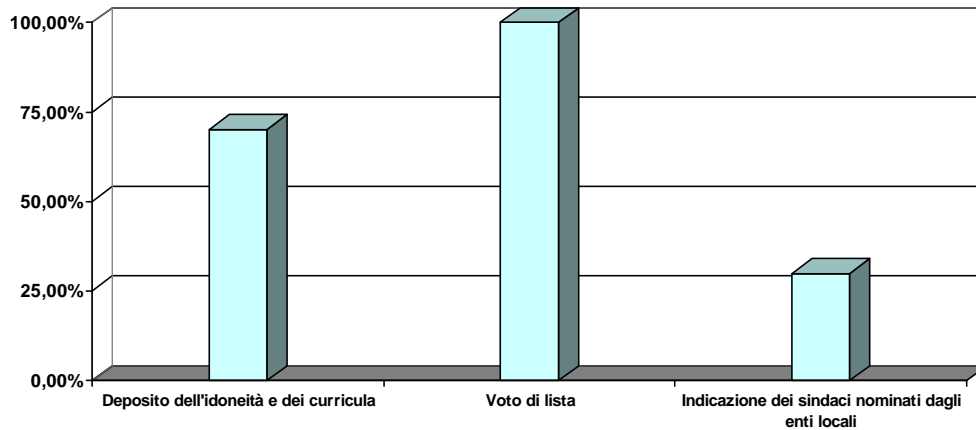
## Le informazioni sul collegio sindacale

L'ultimo gruppo di informazioni contenuto nella relazione sulla corporate governance riguarda il collegio sindacale. Con riferimento a quest'ultimo, l'analisi dell'efficacia della comunicazione istituzionale si sofferma: sulle procedure di nomina; sulla composizione; sulle modalità di funzionamento e di interazione con altri organi di governance (Tabella 5.24).

Tabella 5.24. – Le informazioni sul collegio sindacale

	ACEA	ACEGAS-APS	ACSM	AEM	ASCOPIAVE	ASM	ENIA	HERA	IRIDE	MEDITERRANEA	TOTALE
Procedura di nomina											-
• Deposito delle attestazioni di idoneità e dei curricula		x	x	x		x	x		x	x	7
• Voto di lista	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	10
• Sindaci eletti dagli enti locali				x		x		x			3
Composizione											-
• Numero di componenti	x	x		x	x	x	x	x	x	x	9
• Nominativi	x	x		x	x	x	x	x	x	x	9
• Scadenza del mandato	x	x		x	x			x			5
• Sindaci eletti dalle minoranze	x	x		x	x	x		x	x	x	8
• Altri incarichi ricoperti	x	x		x	x	x	x	x			7
Riunioni											-
• Numero e/o frequenza delle riunioni	x	x		x	x	x	x	x		x	8
• Tasso di partecipazione	x	x		x	x	x		x		x	7
Modalità di interazione con altri organi istituzionali											-
• Partecipazione alle rispettive riunioni	x	x		x		x	x	x			6
• Acquisizione di informazioni	x	x		x							3

Grafico 5.24.1 – Le informazioni sulle procedure di nomina dei componenti del collegio sindacale



La relazione di governance dovrebbe fornire un'adeguata informazione circa i criteri di trasparenza previsti per la nomina dei sindaci ed in particolare circa le modalità di preventivo deposito delle candidature, unitamente al curriculum vitae dei candidati e alla precisazione delle loro caratteristiche personali e professionali. Sotto questo profilo informano solo sette imprese (ACEGEO-APS, ACSM, AEM, ASM, ENIA, IRIDE e MEDITERRANEA ACQUE).

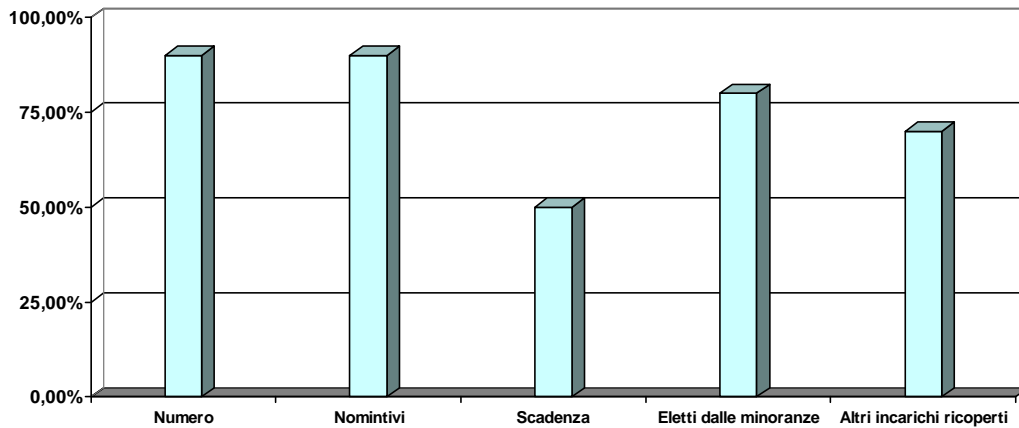
Inoltre anche se i sindaci devono essere imparziali e non possono rappresentare gli azionisti che li hanno eletti, è comunque importante che le imprese forniscano indicazioni sull'impiego del voto di lista, finalizzato alla nomina di almeno un sindaco da parte della minoranza<sup>8</sup>. La relazione dovrebbe indicare, in proposito, la percentuale minima di capitale sociale necessaria e i termini per la presentazione di una lista, oltre a precisare quale sindaco o quali sindaci tra quelli in carica siano eventualmente stati nominati dalle minoranze, fornendone altresì la lista di provenienza. Da questo punto di vista le relazioni sono tutte esaurienti: precisano infatti le regole per la presentazione delle liste. Solo tre imprese (AEM, ASM e

---

<sup>8</sup> Si ricorda che l'art. 148 del D. Lgs. 58/98 prevede che almeno un sindaco effettivo sia nominato dalla minoranza (almeno due, se il collegio è formato da più di tre membri).

HERA), invece, indicano quanti siano i sindaci la cui nomina è riservata agli enti locali di riferimento.

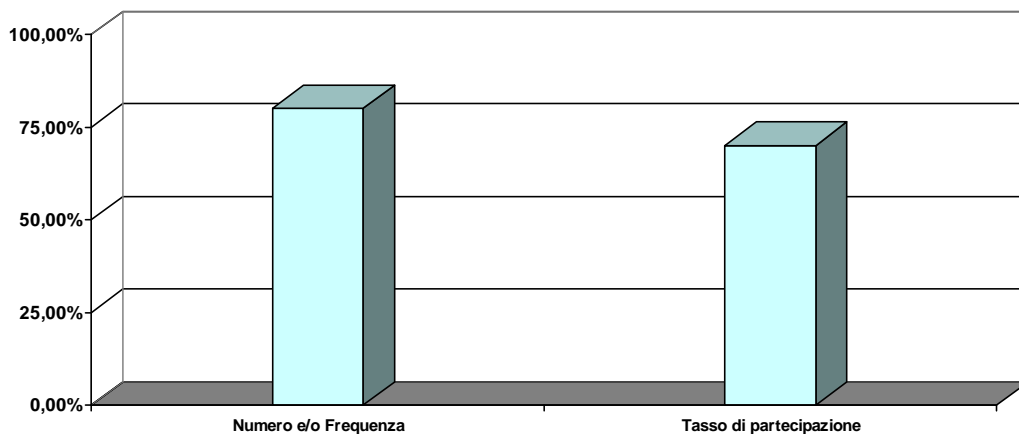
*Grafico 5.24.2 – Le informazioni sulla composizione del collegio sindacale*



Le relazioni trasmettono informazioni abbastanza complete, ma ancora migliorabili, sulla composizione del collegio sindacale, precisandone la dimensione prevista dallo statuto e i nominativi dei sindaci (tutte tranne ACSM).

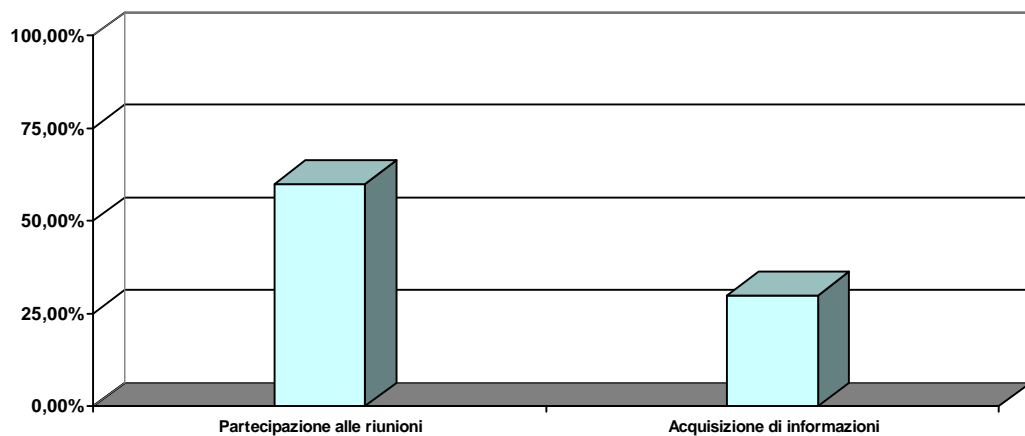
Le imprese appaiono invece meno attente all'informazione sulla data di scadenza del mandato (fornita solo da ACEA, ACEGAS-APS, AEM, ASCOPIAVE e HERA) e sulle ulteriori cariche ricoperte dai sindaci. Solo otto imprese (restano escluse ACSM e ENIA) precisano quali siano i sindaci eletti dalle minoranze.

*Grafico 5.24.3 – Le informazioni sulle riunioni del collegio sindacale*



Per quanto riguarda lo svolgimento dell'attività del collegio, la presenza di informazioni nelle relazioni analizzate è discreta, sia sul numero di riunioni che hanno avuto luogo nell'esercizio, sia sulla partecipazione di ciascun sindaco.

*Grafico 5.24.4 – Le informazioni sulle modalità di interazione del collegio sindacale con gli altri organi istituzionali*



Infine, un numero significativo di relazioni sottolinea che il presidente del collegio sindacale, un sindaco da lui delegato o l'intero organo, partecipano alle riunioni del consiglio di amministrazione o del comitato per il controllo interno. Tale informazione lascia trasparire la realizzazione di un efficace scambio di informazioni tra gli stessi e, dunque, la diffusione di atteggiamenti trasparenti nei vertici aziendali.

Si può affermare, dunque, che la comunicazione sul collegio sindacale realizzata attraverso le relazioni di governance sia abbastanza soddisfacente.

#### **5.4. Considerazioni conclusive**

Le evidenze emerse in seguito alla ricerca empirica consentono di enucleare alcune considerazioni in merito a:

- il grado di trasparenza informativa delle imprese locali di pubblica utilità, inteso quale primario presupposto per l'apprezzamento dei sistemi di governo aziendale e quindi per la realizzazione di una corporate governance efficace;
- le strutture e i processi di governo adottati ed implementati dalle imprese in oggetto al fine di fornire un'adeguata risposta alle proprie peculiari criticità, individuabili principalmente: nel rapporto con l'ente pubblico di riferimento e con l'azionariato di minoranza; nella profonda revisione delle finalità istituzionali e nel ruolo esercitato da alcune tipologie di stakeholder, tra cui la collettività .

Nonostante il numero delle imprese analizzate sia ristretto, in quanto sono solo dieci le aziende che nel 2007 possedevano i requisiti prefissati in sede di strutturazione della ricerca empirica, si ritiene che le risultanze siano comunque significative e idonee alla formalizzazione di alcune osservazioni che possano valere quale punto di riferimento anche per le altre imprese locali di pubblica utilità, non rientranti nell'insieme oggetto di analisi.

Tutte le aziende analizzate informano sulla propria corporate governance, mediante il sito web e la diffusione di una specifica e autonoma relazione. Tale elemento può essere considerato positivo e sintomatico di un generalizzato orientamento ad atteggiamenti almeno formalmente trasparenti. In effetti, tutt'ora si assiste alla presenza sui mercati finanziari regolamentati da Borsa Italiana Spa di non poche imprese, operanti in altri settori economici e quotate da più tempo, che non diffondono una autonoma relazione sulla corporate governance e che non dedicano adeguato spazio nel proprio sito web all'informativa in oggetto.

Di fatto, la presenza di specifiche regolamentazioni rivolte alle imprese quotate, pur non rientrando nell'ambito della comunicazione obbligatoria *ex lege*, ha spronato tutte le imprese in oggetto a diffondere annualmente una autonoma relazione sul proprio sistema di governo aziendale, la cui disponibilità si configura quale primario presupposto di efficacia e di trasparenza della corporate governance.

Si ritiene che tali risultanze siano positive e rassicuranti, soprattutto considerato che le imprese in oggetto, proprio alla luce delle peculiarità dei propri assetti istituzionali e della propria corporate governance, sono centro di un articolato insieme di attese conoscitive in merito al sistema di governo aziendale adottato.

Peraltro si deve tenere conto che un adeguato giudizio sulla trasparenza della corporate governance delle imprese in oggetto non può prescindere, ovviamente, dall'attenta analisi dei contenuti delle relazioni disponibili, finalizzata a verificare:

- l'allineamento delle relazioni alle raccomandazioni formulate da Borsa Italiana Spa (nelle Linee Guida) e da Assonime ed Emittenti Titoli Spa (nella Guida) con riferimento alla struttura e ai contenuti;
- la presenza di specifici interventi, in aggiunta a quanto sopra, sviluppati dai vertici aziendali al fine di descrivere con assoluta chiarezza le peculiarità dei sistemi di corporate governance.

In merito a entrambi gli aspetti analizzati, si ritiene che sia riscontrabile una corrispondenza tra la qualità (intesa quale organicità della struttura, completezza dell'informativa generale e specificità dell'informativa peculiare) della relazione, le dimensioni dell'impresa analizzata e il numero di enti locali che partecipano al capitale sociale della stessa.

In effetti, le imprese che hanno promosso consistenti percorsi di crescita dimensionale (spesso sviluppati mediante operazioni di: acquisizione, fusioni, partnership di vario tipo con realtà nazionali ed internazionali) e che si caratterizzano per la compresenza di più enti locali nel proprio capitale sociale paiono propense al trasferimento di informazioni atte a soddisfare le attese conoscitive dei propri stakeholder in termini di apprezzamento delle peculiarità dei sistemi di corporate

governance. La maggior attenzione dei vertici di tali aziende alla comunicazione in oggetto è probabilmente riconducibile anche all'elevata professionalità del management, atteso che le realtà in esame, in forza degli ottimi risultati conseguiti, riescono ad attrarre risorse-lavoro particolarmente qualificate.

L'analisi delle diverse relazioni ha, dunque, consentito di apprezzarne la completezza, seppure con gradi differenti per le diverse componenti informative. Specificamente, non di rado si osserva un maggior livello di dettaglio nella descrizione degli aspetti strutturali rispetto a quelli procedurali, che potrebbe indurre ad ipotizzare un orientamento a privilegiare le componenti note e/o facilmente ottenibili dalla consultazione dei documenti ufficiali (ad esempio, i verbali di assemblea, lo statuto aziendale, ecc.) rispetto ad una reale trasparenza. E' dunque auspicabile un maggiore equilibrio espositivo.

Nel complesso, comunque, è possibile senza dubbio affermare che le relazioni diffuse dalle imprese locali di pubblica utilità aventi le caratteristiche sopra menzionate, forniscono una soddisfacente base informativa per lo sviluppo di processi valutativi esterni. Inoltre, gli aspetti che sono meno sviluppati nella relazione trovano nella maggior parte dei casi un ampio spazio e un'adeguata descrizione nel sito web aziendale.

Pare comunque opportuno rimarcare che alcune delle imprese di rilevanti dimensioni non prevedono l'adozione delle raccomandazioni predisposte da Assonime ed Emittenti Titoli Spa con riferimento alla strutturazione della relazione e all'utilizzo delle tabelle riepilogative. Siffatta condizione non agevola l'immediata leggibilità dei contenuti e soprattutto il confronto spazio-temporale di questi ultimi con quelli di altre relazioni (pubblicate dalla medesima azienda in anni precedenti o da altre aziende).

Le imprese di minori dimensioni e partecipate consistentemente da un unico ente locale paiono meno attente alla comunicazione sulla corporate governance. In effetti, le relazioni sono piuttosto scarse e talvolta omettono contenuti rilevanti. Inoltre, i siti web aziendali sono poveri di informazioni in materia e spesso sono strutturati in maniera tale da non agevolare l'accessibilità alle informazioni.

In sostanza, dall'analisi pare emergere una correlazione diretta tra dimensioni aziendali e efficacia della comunicazione. Ciò induce ad ipotizzare un diverso livello di sviluppo manageriale - associabile anche al grado di indipendenza da un unico azionista di maggioranza pubblico - che si riflette sull'attenzione dedicata alla comunicazione istituzionale d'impresa. In altri termini, il management delle aziende di minori dimensioni, sebbene quotate, sembra evidenziare difficoltà nel cogliere le opportunità offerte da una comunicazione chiara, completa e trasparente, sottovalutandone il ruolo strategico per il perseguimento ed il mantenimento di un solido e non effimero consenso da parte degli stakeholder.

Quanto sopra, sottolinea le difficoltà di diffusione di una consolidata cultura alla trasparenza informativa, ma anche i limiti che tuttora vincolano l'espansione dimensionale delle public utilities in relazione alle possibilità di rapportarsi positivamente con gli operatori del mercato borsistico. La capacità di attrazione di risorse, ovvero la capacità di contrastare eventi negativi, risulta in effetti condizionata anche dalla qualità della comunicazione attivata. Il prevalere di un atteggiamento reticente, o più semplicemente di mero adempimento delle norme e dei regolamenti, potrebbe assumere la connotazione di fattore di rischio allorché ci si confronta nel mercato finanziario.

Nel complesso, dunque, la comunicazione sulla corporate governance delle imprese locali di pubblica utilità sembra non avere ancora raggiunto livelli ottimali di trasparenza e di efficacia. Tuttavia, gli evidenti progressi realizzati rispetto al passato e, soprattutto, il ruolo trainante che stanno assumendo alcune grandi imprese costituiscono segnali positivi per il futuro.

Il quadro analizzato è indubbiamente complesso e deve essere ritenuto frutto di una fase di transizione. Al riguardo, si ritiene che in aggiunta alle raccomandazioni rivolte a tutte le imprese quotate, attese le specificità delle imprese locali di pubblica utilità proprio sotto il profilo della corporate governance, potrebbero trovare diffusione anche nuove soluzioni informative rivolte specificatamente a tali imprese e proposte dagli organismi di gestione dei mercati, dalle autorità di vigilanza, dalle associazioni professionali e, non ultimo, dal mondo accademico.

La lettura critica delle relazioni sulla corporate governance permette di formulare anche alcune considerazioni di merito sull'attuale situazione delle imprese locali di pubblica utilità con riferimento agli interventi operati sulle strutture e sui processi di governo societario.

Dai contenuti delle relazioni analizzate, dei quali taluni aspetti non sono però verificabili da un operatore esterno alle aziende, emerge che tutte le imprese, con gradi diversi di forza e convinzione, comprendono (o quanto meno dichiarano di comprendere) la necessità di sviluppare un sistema di corporate governance efficace, cioè in grado di perseguire le finalità aziendali secondo logiche di reale autonomia dall'azionista pubblico, di tutela degli stakeholder aziendali (tra i quali spiccano gli azionisti di minoranza) e di orientamento dell'attività economica aziendale verso un'ampia responsabilità economica e sociale, nel rispetto della legge e dell'ecosistema.

In tal senso, tutte le imprese dichiarano di affidare unicamente all'organo amministrativo la responsabilità di amministrare l'azienda, in autonomia rispetto all'azionista pubblico e secondo logiche di equa soddisfazione di tutte le attese convergenti. Infatti, tutte le imprese, pur prevedendo che l'elezione di un numero più o meno ampio di amministratori spetti – e sia garantito nel tempo – direttamente agli enti locali, hanno introdotto e stanno sviluppando procedure di nomina degli amministratori finalizzati a conferire:

- da un lato, una composizione dell'organo amministrativo autorevole e professionale, al fine di garantire la necessaria autonomia dello stesso dall'azionista pubblico;
- dall'altro lato, il coinvolgimento degli azionisti di minoranza, mediante la definizione di procedure di voto per lista, che dovrebbero garantire una composizione dell'organo amministrativo frutto anche dell'espressione delle minoranze.

Le stesse considerazioni valgono anche per l'organo di controllo, per il quale in tutti i casi analizzati è stata prevista l'elezione di parte dei componenti tramite il voto per lista.

Inoltre, al fine di rispondere adeguatamente alla modifica delle finalità aziendali e all'introduzione di una responsabilità d'impresa globale, si inizia ad assistere all'introduzione anche in tali realtà di meccanismi di remunerazione degli amministratori correlati ai risultati e a specifici obiettivi (quantitativi e qualitativi), finalizzati a partecipare all'orientamento dell'attività aziendale verso l'efficiente e razionale utilizzo delle risorse per il raggiungimento di adeguati risultati. Parallelamente, sempre più imprese prevedono che il proprio organo amministrativo sia composto da un numero considerevole di amministratori indipendenti, i quali durante i consigli di amministrazione sono chiamati a garantire l'equità degli indirizzi aziendali e dell'operato degli amministratori esecutivi.

In conclusione, è possibile affermare che, negli ultimi anni, le imprese locali di pubblica utilità hanno realizzato un percorso di rilevante cambiamento nella propria corporate governance. Tale processo è stato sviluppato secondo percorsi e velocità di differenti da parte delle diverse unità operative e ciò si riflette anche sulla qualità della comunicazione istituzionale. In particolare, le imprese più dinamiche e con un approccio manageriale più evoluto sono anche in grado di relazionarsi meglio con i proprio stakeholder, aumentando con ciò le proprie potenzialità di acquisizione di consenso e di risorse. Le altre imprese, per contro, sono in una fase intermedia del percorso, che le ha indotte al ricorso al mercato borsistico per l'ampliamento delle proprie capacità di raccolta di risorse da destinare a sostegno del proprio sviluppo, ma paiono ancora non completamente in grado di attivare uno stabile circolo virtuoso risorse, attività, risultati, consensi.

## BIBLIOGRAFIA

- ABI, ANIA, Assonime e Confindustria (2004), *Iniziative coordinate per il miglioramento della fiducia*, marzo.
- Aguilera R. (2004), "Corporate governance and Employment Relations: Spain in the Context of Western Europe", in Gospel H. and Pendleton A. (a cura di), *Corporate Governance and Labour Management. An International Comparison*, Oxford University Press.
- Aguilera R.V. and Jackson J. (2003), "The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants", *Academy of Management Review*, 28: 447-465.
- Aiaf (2000), *Decalogo per la diffusione dell'informazione finanziaria on-line*, giugno.
- Airoldi G. e Forestieri G. (a cura di) (1998), *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano.
- Airoldi G., Brunetti G. e Coda V. (1994), *Economia aziendale*, il Mulino, Bologna.
- Allegrini M. (2003), *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria. Principi e contenuti*, Giuffrè, Milano.
- Allegrini M. e Bandettini E. (2004), *Internet reporting on corporate governance and strategies: information disclosed and determinants*, 27<sup>th</sup> European Accounting Association Congress, Prague, 1-3 April.
- Amigoni F. (1988), *Misurazioni d'azienda. Programmazione e controllo*, vol. I e II, Giuffrè, Milano.
- Andrei P. (2000), "Governare e controllo nello sviluppo delle imprese", in Galassi G. (a cura di), *Lo sviluppo delle imprese tra opportunità e vincoli*, Giuffrè, Milano.
- Andrei P. (2007), "Area di riferimento del bilancio sociale", in Andreus M. (a cura di), *La rendicontazione sociale nei gruppi aziendali*, McGraw-Hill.
- Andrews K. (1981), "Corporate Strategy as a Vital Function of the Board", *Harvard Business Review*, November-December.
- Anselmi L. (1994), *Le partecipazioni statali oggi. Analisi delle condizioni di equilibrio*. Giappichelli, Torino.
- Anselmi L. (2003), *Percorsi aziendali per le pubbliche amministrazioni*, Giappichelli, Torino.
- Anthony R. N. (1965), *Planning and Control Systems*, Harvard College, Boston.
- Anthony R. N. (1990), *Il controllo manageriale*, FrancoAngeli, Milano.
- Antoldi F. (2004), "La corporate governance nelle aziende non profit", in D. M. Salvioni (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Assonime (2002-2007), *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate, Note e studi*, n. 45, 57, 63, 68, 91, 112.
- Assonime ed Emittenti Titoli SpA (2004), *Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate Governance*, febbraio.
- Avallone F. e Veneziani M. (2003), *Models of financial disclosures on the Internet: a survey of Italian companies*, paper n. 24 del Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi di Brescia, gennaio.

- Avi M. S. (1990), *Il bilancio come strumento di informazione verso l'esterno*, Cedam, Padova.
- Azzini L. (1978), *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano.
- Bandettini A. (1981), "Responsabilità sociali dell'azienda e bilancio d'esercizio", in *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano.
- Bandettini E. e Allegrini M. (2004), "La Corporate Governance nelle società quotate: Italia e estero", in Teodori C. (a cura di), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*, FrancoAngeli, Milano.
- Baraldi M., Paletta A. e Zanigni M. (2004), *Corporate governance e sistema di controllo interno*, FrancoAngeli, Milano.
- Baraldi S., Devecchi C. e Teodori C. (2003), *I sistemi di pianificazione e controllo*, Giappichelli, Torino.
- Barbiera L. (2000), *La corporate governance in Europa. Amministrazione e controlli nelle società per azioni in Italia, Francia, Germania e Regno Unito*, Giuffrè, Milano.
- Barca F. (1994), *Imprese in cerca di padrone: proprietà e controllo nel capitalismo italiano*, Laterza, Bari.
- Bar-Gill O. e Bebchuk L. A. (2003), *Misreporting Corporate Performance*, Olin Center for Law, Economics and Business, Harvard.
- Bastia P. (1999), *Sistemi di controllo della gestione aziendale*, Clueb, Bologna.
- Bastia P. (2004), *Il sistema di controllo interno nella governance delle imprese italiane*, in Salvioni D. M. (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Bava F. (2005), *Il controllo legale dei conti*, Giuffrè, Milano.
- Belcredi M. (1993), *Economia dell'informazione societaria*, Utet, Torino.
- Beretta S. (2003), *La comunicazione volontaria: opportunità e limiti*, relazione presentata al convegno *La comunicazione economica con gli stakeholder: tra l'obbligatorio e il volontario*, Bressanone, 20-30 settembre.
- Beretta S. (2004), *Valutazione dei rischi e controllo interno*, Egea, Milano.
- Bergamin Barbato M. e Mio C. (2004), "Corporate Social Responsibility: verso un modello di governo dell'impresa", in Salvioni D. M. (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Berle A. e Means G. (1932), *The modern corporation and private property*, NY World Inc., New York.
- Bertinetti G. (1996), *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano.
- Bertini U. (1990), *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino.
- Bertolini S., Castaldi R. e Lago U. (1996), *I codici etici nella gestione aziendale*, Ed. Il Sole 24 Ore, Milano.
- Borgonovi E. (1984), *Introduzione all'economia delle amministrazioni pubbliche*, Giuffrè, Milano.
- Bonelli F. (2003), in Taverna A. (a cura di), *La riforma del diritto societario: prime verifiche*, Atti del Corporate Governance Forum di Torino, 14 aprile.

- Borsa Italiana SpA (2003), *Linee guida per la relazione annuale in materia di corporate governance*, febbraio.
- Bosetti L. and Felappi D. (2007), "Corporate governance communication effectiveness in public utilities companies", in Frattini G. (a cura di), *Improving business reporting: new rules, new opportunities, new trends*, Giuffrè Editore, Milano.
- Bresciani S. (2003), *La corporate governance nel sistema impresa: prospettive di analisi e relazionali. L'esperienza americana*, Giappichelli, Torino.
- Brondoni S. M. (1993), "Etica e comunicazioni interne d'azienda", *Scritti in onore di Carlo Masini*, tomo primo, *Istituzioni di economia d'azienda*, Egea, Milano.
- Brondoni S. M. (2001), "Patrimonio di marca e gestione d'impresa", *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 1.
- Brondoni S. M. (a cura di) (2004), *Il sistema delle risorse immateriali di impresa: cultura d'impresa, sistema informativo e patrimonio di marca*, Giappichelli, Torino.
- Brondoni S. M. (2007), *Market driven management, concorrenza e mercati globali*, Giappichelli, Torino.
- Brunetti G. (1979), *Il controllo di gestione in condizioni ambientali perturbate*, FrancoAngeli, Milano.
- Brunetti G. (2004), "Il controllo direzionale all'alba del terzo millennio", in Paolini A. (a cura di), *Il controllo di gestione nelle imprese. Recenti considerazioni e quattro esperienze a confronto*, Giuffrè, Milano.
- Brusa L. (1986), *Strutture organizzative d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Brusa L. e Zamprognà L. (1991), *Pianificazione e controllo di gestione*, Etas Libri, Milano.
- Business Roundtable (1997), *Principles of Corporate Governance*, September.
- Business Roundtable (2004), *The Nominating Process and Corporate Governance Committees: Principles and Commentary*, April.
- Cacchi Pessani S. (2003), "Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron", *Giurisprudenza commerciale*, n. 30.
- CalPERS (2005), *Corporate Governance Core Principles & Guidelines*, April.
- Cammarata S. (2002), *Interventi del Sarbanes-Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate statunitensi*, Centro di ricerca per il diritto d'impresa, Luiss Guido Carli, Roma.
- Capaldo P. (1981), "Bilancio d'esercizio e informazione esterna d'impresa", in *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano.
- Capriglione F. (a cura di) (2006), *La nuova legge sul risparmio*, Cedam, Padova.
- Caratozzolo M. (1976), "La relazione degli amministratori al bilancio d'esercizio", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 4.
- Cardi E. e Valentino P. (1993), *L'istituzione CONSOB, funzioni e struttura*, Giuffrè, Milano.
- Carroll A. B. (1979), "A three-dimensional model of corporate social performance", *Academy of Management Review*, 4 (4): 497-505.
- Carroll A. B. (1991), "The pyramid of corporate social responsibility", *Business Horizons*, 34 (4): 39-48.

- Carroll A. B. (1993), "Business and society: ethics and stakeholder management", *Journal of business strategy*, winter.
- Cattaneo C. (2004), "L'informativa per i mercati finanziari in una prospettiva internazionale", in Demartini P. (a cura di), *Informazione, imprese e mercati finanziari efficienti. Spunti di riflessione in una prospettiva multidisciplinare*, FrancoAngeli, Milano.
- Cavaliere E. (1993), "Rischio dell'impresa e comportamento strategico", in *Scritti in onore di Carlo Masini*, tomo secondo, *Strategia ed organizzazione delle aziende*, Egea, Milano.
- Cavaliere E. (2002), "Considerazioni sulla legge delega per la riforma societaria. Modelli di governance e forme di controllo", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, volume 102, fascicolo 3-4, marzo-aprile.
- Cavaliere E. (2003), "Obiettivi di bilancio e disciplina delle false comunicazioni sociali: considerazioni critiche", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, volume 103, fascicolo 1-2, gennaio-febbraio.
- Cavatuzzi F. (2000), *La CONSOB e la regolazione dei mercati finanziari*, Quaderni di Finanza Consob, n. 38.
- Cera M. (1986), *La Consob*, Giuffrè, Milano.
- Cerbioni F. e Parbonetti A. (2005), "Corporate governance e comunicazione volontaria. Interrelazioni e spunti di riflessione alla luce di un'analisi empirica", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, luglio-agosto.
- Cerved (2005), *Diritto societario: poco interesse dal mondo delle imprese?*, Cerved Business Information, giugno.
- Charkham J. (1994), *Keeping good company*, Oxford University Press, Oxford.
- Ciappei C. (2002), *Corporate government. Gli assetti istituzionali di governo delle imprese*, Firenze University Press, Firenze.
- Clarke T. (2007), *International Corporate governance. A comparative approach*, Routledge, London.
- Clarkson M. B. E. (1995), "A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance", *Academy of Management Review*, 20: 92-117.
- Coda V. (1967), *Proprietà, lavoro e governo d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Coda V. (1985), "Valori imprenditoriali e successo dell'impresa", *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 2.
- Coda V. (1989), "La comunicazione economica nella strategia aziendale", in Cesad, Centro Studi di Amministrazione e Direzione Aziendale dell'Università Bocconi, *La comunicazione economica: valore aziendale o sociale*, Egea, Milano.
- Coda V. (1989), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino.
- Coda V. (1990), "Strategie d'impresa e comunicazione: il legame mancante", *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1.
- Coda V. (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Giappichelli, Torino.
- Coda V. (1997), "Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto", *Scritti di economia aziendale in memoria di Raffaele D'Oriano*, tomo primo, Cedam, Padova.
- Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate (2002), *Codice di autodisciplina delle società quotate*, luglio.

- Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate (2006), *Codice di autodisciplina delle società quotate*, marzo.
- Commissione Europea (2004), *Raccomandazione del 14 dicembre relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate*, n. 2004/913/CE.
- Comoli M. (2002), *I sistemi di controllo interno nella corporate governance*, Egea, Milano.
- Confindustria (2004), *Linee guida per la costruzione dei modelli di organizzazione, gestione e controllo ex D.lgs. 231/2001*.
- Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti (2000), *Principi di comportamento del collegio sindacale*.
- Consob (1997), *Raccomandazioni in materia di controlli societari*, febbraio.
- Consob (2001), Comunicazione n. 1000796, *Utilizzo di siti Internet per la diffusione di informazioni da parte di società emittenti strumenti finanziari quotati*.
- Consob (2003), Comunicazione n. 3019271, *Informazione al pubblico su fatti rilevanti*.
- Corporate Governance Center (2002), *21<sup>th</sup> Century Governance and Financial Reporting Principles for U.S. Public Companies*, Kennesaw State University.
- Corporate Governance Forum of Japan (1997), *Corporate Governance Principles. A Japanese View*, October.
- CoSO, *Committee of Sponsoring Organizations* (1992), *Internal control – Integrated Framework. Executive Summary*.
- Council of Institutional Investors (2005), *The Council of Institutional Investors Corporate Governance Policies*, April.
- Cromme Regierungskommission (2002), *Deutscher Corporate Governance Kodex*, Februar.
- D'Amico A. (1996), *La funzione armonizzatrice degli interessi convergenti nell'impresa*, Giappichelli, Torino.
- D'Anna R. (1990), *I problemi della direzione strategica delle imprese di pubblici servizi*, Giappichelli, Torino.
- Devecchi C., Antoldi F. e Cifalinò A. (2002), *La quotazione delle imprese, cambiamenti organizzativi nei sistemi direzionali*, McGraw-Hill, Milano.
- Di Donato F. (2005), "I diversi modelli di corporate governance. Un'analisi comparata", in Fiori G. e Tiscini R., *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informazione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Di Noia C. (2005), *Il ruolo e l'evoluzione dei codici di autoregolamentazione: il caso italiano*, relazione presentata al convegno *La corporate governance tra mutamenti normativi ed evoluzione dei modelli aziendali*, Luiss Guido Carli, Roma, 10 maggio.
- Di Stefano G. (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano.
- Di Toro P. (2000), *Governance Etica e Controllo*, Cedam, Padova.
- Djelic M. L. and Sahlin-Andersson K. (2006), *Transnational Governance. Institutional dynamics of regulation*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Draghi M. (1998), "Corporate Governance e competitività", *Economia & Management*, n. 6.
- Easterbrook F. H. e Fischel D. R. (1991), *The Economic Structure in Corporate Law*, Harvard University Press.

- Ekeland A. (2002), *Corporate governance, firm performance and type of ownership*, STEP Group, December.
- Elefanti M. e Gavazzi C. (2001), *Economia delle imprese pubbliche: forme di gestione dei servizi pubblici*. Egea, Milano.
- Elefanti M. (2006), *L'evoluzione delle imprese pubbliche locali*, Il Mulino, Bologna.
- Enriques L. (2003), "Codici di Corporate Governance, diritto societario e assetti proprietari: alcune considerazioni preliminari", *Banca impresa e società*, n. 22.
- European Commission, Internal Market Directorate General (2001), *Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its member States*, January.
- Favotto F. (2002), in Zei R. e Taverna A. (a cura di), *La corporate governance tra interessi e valori*, Atti del Corporate Governance Forum 2002, Roma.
- Ferraris Franceschi R. (2000), "La struttura e le funzioni di governo economico", in Cavalieri E. e Ferraris Franceschi R., *Economia aziendale*, volume primo, *Attività aziendale e processi produttivi*, Giappichelli, Torino.
- Ferraris Franceschi R. (2002), *Privatizzazioni e problemi di governance. Esperienze a confronto: il caso tedesco*, Giappichelli, Torino.
- Ferrero G. (1980), *Economia e management*, Giuffrè, Milano.
- Financial Reporting Council (2003), *The Combined Code on Corporate Governance*, July.
- Fiori G. (2003), *Corporate governance e qualità dell'informazione esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Fiori G. e Tiscini R. (2005), *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informazione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Forestieri G. (1998), "La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura", in Airolidi G. e Forestieri G. (a cura di), *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano.
- Fortuna F. (2001), *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano.
- Forum sull'informativa societaria (2002), *Guida per l'informazione al mercato*, giugno.
- Freeman R. E. (1984), *Strategic management: a stakeholder approach*, Pitman, Boston.
- Freeman R. E. (1994), "The politics of stakeholder theory: some future directions", *Business Ethics Quarterly*, 4: 409-421.
- Friedman M. (1962), *Capitalism and freedom*, University of Chicago Press, Chicago.
- Friedman M. (1970), "The social responsibility of business is to increase its profits", *The New York Times Magazine*, September 13.
- Friedman M. (1993), "The social responsibility of business is to increase its profits", in Chryssides G. D. and Kaler J. H., *An introduction to business ethics*, Chapman, London.
- Fung A., Graham M. and Weil D. (2007), *Full disclosure: The perils and promise of transparency*, Cambridge University Press, New York.
- Galassi G. (2000), "Corporate Governance and welfare economics", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, volume 100, fascicolo 7-8.
- Gandini G. (2000), *Obiettivi e misure prospettive nel sistema di controllo della gestione*, Giappichelli, Torino.

- Gandini G. (2004), *Internal auditing e gestione dei rischi nel governo aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Garlatti A. (2000), *Il riordino delle forme di gestione dei servizi pubblici locali: opportunità e rischi emergenti*, in *Azienda Pubblica*, . 6/2000.
- GBS, Gruppo di Studio per il Bilancio Sociale (2001), *Principi di redazione del bilancio sociale*.
- Giannessi E. (1969), “Considerazioni critiche intorno al concetto di azienda”, *Scritti in onore di Giordano Dell’Amore. Saggi di discipline economiche e sociali*, Giuffrè, Milano.
- Giannessi E. (1980), *I precursori in economia aziendale*, Giuffrè, Milano.
- Giusepponi K. (a cura di) (2003), *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*, FrancoAngeli, Milano.
- Golzio L. (1990), “La retribuzione variabile legata ai risultati aziendali: elementi di progettazione organizzativa”, *Politiche del lavoro*, n. 14.
- Guatri L. (1991), *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano.
- Guatri L. (1997), *Valore e “intangibles” nella misura della performance aziendale*, Egea, Milano.
- Guatri L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano.
- Guerini D. e Comoli M. (1989), “La relazione degli amministratori”, in Provasoli A. (a cura di), *La IV e la VII Direttiva CEE nel progetto di attuazione*, Giuffrè, Milano.
- Gupta M. (2006), *Comparative Corporate Governance: Irish, American, and European Responses to Corporate Scandals*, paper 1310, Legal Series, Berkeley Electronic Press.
- Heidrick & Struggles (2005), *Corporate governance in Europe: What’s the outlook?*, England.
- Iaim (2002), *Corporate Governance Review 2001. Report & Commentary*.
- Jensen M. C. and Meckling W. H. (1976), “Theory of the firm: managerial behaviour. Agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jensen M. C. and Meckling W. H. (1979), “Rights and production functions: An application to labor-managed firms and codetermination”, *Journal of Business*, 52: 469-506.
- Jungmann C. (2006), *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems – Evidence from the UK and Germany*, ECFR 4.
- Kaplan R. S. and Norton D. P. (1996), *The Balanced Scorecard*, Harvard Business School Press, Boston.
- Kaplan R. S. and Norton D. P. (2004), “Measuring the strategic readiness of intangible assets”, *Harvard Business Review*, 82(2): 52-63.
- Keasey K., Thompson S. e Wright M. (2001), “Introduction”, *Corporate Governance. Economic, Management, and Financial Issues*, Oxford University Press, New York.
- Keidanren (Japan Federation of Economic Organizations) (1997), *Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance*, September.
- Kendall N. e Kendall A. (1998), *Real-world corporate governance*, Pitman, Londra.

- KonTraG (1998), *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*.
- Lacchini M. (2002), *Corporate governance e bilanci d'impresa nella prospettiva della riforma*, Giappichelli, Torino.
- Lambin J. J. e Brondoni S. M. (2000-2001), "Ouverture de Market-Driven Management", *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 1.
- Lattanzi N. (2002), "Linee di privatizzazione: il sistema delle ferrovie in Germania", in Ferraris Franceschi R., *Privatizzazioni e problemi di governance. Esperienze a confronto: il caso tedesco*, Giappichelli, Torino.
- Lattanzi N. (2005),
- Lazzari V. (2001), "Corporate governance: fondamenti, aspetti controversi e prospettive future", *Economia e Management*, n. 3, maggio-giugno.
- Mallin C. A. (2003), *Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford.
- Mancini D., Quagli A. e Marchi L. (a cura di) (2003), *Gli intangibles e la comunicazione d'impresa*, FrancoAngeli, Milano.
- Marchi L. (1994), *Principi di revisione aziendale*, Clueb, Bologna
- Marchi L. (2003), *I sistemi informativi aziendali*, Giuffrè, Milano.
- Marchi L., Paolini A. e Quagli A. (2003), *Strumenti di analisi gestionale: il profilo strategico*, Giappichelli, Torino.
- Masini C. (1960), *L'organizzazione del lavoro nell'impresa*, volume primo, Giuffrè, Milano.
- Masini C. (1961), *L'ipotesi nella dottrina e nelle determinazioni dell'economia di azienda*, Giuffrè, Milano.
- Masini C. (1970), *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino.
- Matacena A. (1993), *Il bilancio di esercizio. Strutture formali, logiche sostanziali e principi generali*, Clueb, Bologna.
- Mazzola P. (2005), *Corporate Reputation on Financial Markets: Exploring Financial Analysts' Perceptions and Evaluations*, paper presentato all'EURAM presso la TUM Business School, 4-7 maggio.
- Mele R. (2003), *Economia e gestione delle imprese di pubblici servizi tra regolamentazione e mercato*, Cedam, Padova.
- Melis A. (1999), *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, Torino.
- Milgrom P. e Roberts J. (1994), "Moral hazard e incentivi", in Milgrom P. e Roberts J., *Economia, organizzazione e management*, il Mulino, Bologna.
- Mio C. e Giornetti A. (2002), *Bilancio e ambiente*, Egea, Milano.
- Mio C. (2005), *Corporate social responsibility e sistema di controllo: verso l'integrazione*, FrancoAngeli, Milano.
- Miolo Vitali P. (1993), *Il sistema delle decisioni aziendali*, Giappichelli, Torino.
- Montalenti P. (2003), in Taverna A. (a cura di), *La riforma del diritto societario: prime verifiche*, Atti del Corporate Governance Forum di Torino, 14 aprile.
- Moro Visconti R. (2000), "Baricentro e convergenza dei sistemi di governance, grado di concentrazione proprietaria e creazione di valore", in Tarallo P. (a cura di), *Corporate governance. Principi di gestione nell'ottica del valore*, FrancoAngeli, Milano.

Mouvement des Entreprises de France, Association Française des Entreprises Privées et Association des Grandes Entreprises Françaises (2002), *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées, Rapport Bouton*.

National Association of Corporate Directors (2004), *Framework and tools for improving board-shareowner communications*.

Nedcommunity (2005), *L'amministratore indipendente. Principi guida*, maggio.

Onida P. (1954), *Azienda: primi principi di organizzazione e gestione*, Giuffrè, Milano.

Onida P. (1962), *Economia d'azienda*, Utet, Torino.

Onida P. (1965), *Economia d'Azienda*, Utet, Torino.

Onida P. (1975), "Natura e limiti della politica di bilancio", in *Scritti in onore di Ugo Caprara*, Vallardi, Milano.

Onu (2006), *Guidance on good practice in corporate governance disclosure*, United Nations, Geneva.

Paolini A. (2003), "L'utilizzo delle informazioni contenute nel bilancio d'esercizio per l'affidamento della clientela", in Paolini A. (a cura di), *Banche e comunicazione economico-finanziaria delle imprese. I risultati di una ricerca empirica*, Giappichelli, Torino.

Paolini A. (a cura di) (2004), *Il controllo di gestione nelle imprese. Recenti considerazioni e quattro esperienze a confronto*, Giuffrè, Milano.

Perfumo S., Quagli A. e Teodori C. (2002), "Comunicazione finanziaria e tecnologie Internet", *Irtop*, n. 1-2.

Perrone V. (2004), "La fiducia è una cosa seria", *Economia & Management*, n. 3.

Pezzani F. (a cura di) (1993), *Il bilancio d'esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano.

Pilati M. (1995), "Le forme di retribuzione variabile del lavoro e governo istituzionale", in Airoldi G., Amatori F. e Invernizzi G. (a cura di), *Proprietà e governo delle aziende italiane*, Egea, Milano.

Poddighe F. (a cura di) (2001), *Analisi di bilancio per indici. Aspetti operativi*, Cedam, Padova.

Preston L. E. and O'Bannon D. P. (1997), "The corporate social-financial performance relationship: a typology and analysis", *Business and Society*, 36: 419-429.

PricewaterhouseCoopers (1997), *Lineamenti di Corporate Governance*.

Provasoli A. (1989), "Il bilancio come strumento di comunicazione", *Economia e Management*, n. 8.

Quagli A. (2001), "L'informativa volontaria nel bilancio: ruolo, modalità e recenti tendenze", *Revisione contabile*, n. 41.

Quagli A. (2004), *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, FrancoAngeli, Milano.

Quagli A. (a cura di) (2001), *Internet e la comunicazione finanziaria*, FrancoAngeli, Milano.

- Quagli A. e Teodori C. (a cura di) (2005), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Gli strumenti e gli intermediari*, FrancoAngeli, Milano.
- Rangone N. (1999), *I servizi pubblici*, Il Mulino, Bologna.
- Ravasi D. e Gabbioneta C. (2004), “Le componenti della reputazione aziendale. Indicazioni dalla ricerca RQ Italy”, *Economia & Management*, n. 3.
- Reboa (2002), *Proprietà e controllo d’impresa. Aspetti di Corporate Governance*, Giuffrè, Milano.
- Regalli M. (a cura di) (2003), *Stock option e incentivazione del management*, Ed. Il Sole 24 Ore, Milano.
- Rosenau J. e Czempiel E. (1992), *Governance without government. Order and change in world policies*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Salvioni D. M. (1987), “Le politiche di comunicazione delle aziende di credito e le informazioni economiche”, in AA.VV., *La comunicazione nelle banche*, Ed. Il Sole 24 ore, Milano.
- Salvioni D. M. (1992), *Il bilancio d’esercizio nella comunicazione integrata d’impresa*, Giappichelli, Torino.
- Salvioni D. M. (1993), “Finalità e obiettivi nella gestione d’azienda”, *Scritti in onore di Carlo Masini*, tomo primo, *Istituzioni di economia d’azienda*, Egea, Milano.
- Salvioni D. M. (1997), “Comunicazione, cultura e governo economico d’impresa”, *Sinergie*, n. 43-44, maggio-dicembre.
- Salvioni D. M. (1997), *Il sistema di controllo della gestione*, Giappichelli, Torino.
- Salvioni D. M. (2002), “Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d’impresa”, *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 2.
- Salvioni D. M. (2003), “Corporate governance e responsabilità d’impresa”, *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 1.
- Salvioni D. M. (2003), “L’efficacia della comunicazione economico-finanziaria”, in Salvioni D. M. (a cura di), *Trasparenza ed efficacia della comunicazione economico-finanziaria*, Giappichelli, Torino.
- Salvioni D. M. (2004) (a cura di), *Corporate governance, controllo di gestione e risorse immateriali*, FrancoAngeli, Milano.
- Salvioni D. M. (2004), “Efficacia aziendale, processi di governo e risorse immateriali”, in Salvioni D. M. (a cura di), *Corporate governance, controllo di gestione e risorse immateriali*, FrancoAngeli, Milano.
- Salvioni D. M. (2005), “Corporate Governance, controllo di gestione e concorrenza globale”, *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 1.
- Salvioni D. M. (a cura di) (2002), *Introduzione all’analisi dei costi*, Giappichelli, Torino.
- Salvioni D. M. (a cura di) (2002), *L’efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l’analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino.
- Salvioni D. M. (a cura di) (2003), *Trasparenza ed efficacia della comunicazione economico-finanziaria*, Giappichelli, Torino.
- Salvioni D. M. (a cura di) (2004), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.

- Salvioni D. M. e Bosetti L. (2006), “Relazione di governance e stakeholder view”, *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n. 1.
- Sandulli M. A. (2000), *Il procedimento amministrativo fra semplificazione e partecipazione: modelli europei a confronto*, Giuffrè, Milano.
- Sanguigni V. (2002), *Proprietà e governo dell'impresa*, Cedam, Padova.
- Sanguinetti A. e Costanzo P. (2003), *Il governo delle società in Italia e in Europa*, Egea, Milano.
- Sciarelli S. (1998), “Il governo dell'impresa in una società complessa: la ricerca di un equilibrio tra economia ed etica”, *Sinergie*, 45: 53-69.
- Sicca L. (1992), “Alcune considerazioni sul metodo per una revisione dei principi dell'economia aziendale”, *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 2, giugno.
- Superti Furga F. (1994), *Il bilancio d'esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano.
- Teodori C. (1994), *La costruzione e l'analisi dei flussi finanziari e monetari. Il “rendiconto finanziario”*, Giappichelli, Torino.
- Teodori C. (2000), *Le imprese quotate e la comunicazione economica su Internet*, Quaderno ASFIM, *Analisi Finanziaria*, n. 40.
- Teodori C. (2000), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.
- Teodori C. (2002), “L'orientamento temporale nelle analisi dei risultati gestionali a fini di controllo”, in Salvioni D. M. (a cura di), *Introduzione all'analisi dei costi*, Giappichelli, Torino.
- Teodori C. (2003), “La comunicazione economica tramite web: una comparazione internazionale”, in Salvioni D. M. e Teodori C. (a cura di), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano.
- Teodori C. (2004), “La comparazione internazionale”, in Teodori C. (a cura di), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*, FrancoAngeli, Milano.
- Teodori C. (2004), *La comunicazione via web delle imprese italiane quotate: un quadro d'insieme*, paper n. 37 del Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi di Brescia, dicembre.
- Teodori C. (a cura di) (2004), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*, FrancoAngeli, Milano.
- Terzani S. (1984), “Responsabilità sociale dell'azienda”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 7-8, luglio-agosto.
- Tessitore A. (1996), “Codici etici e comportamenti organizzativi”, in AA.VV., *Ripartire dall'azienda. Atti del convegno dedicato al Prof. Carlo Masini*, Egea, Milano.
- The Business Roundtable (2002), *Principles of Corporate Governance*, May.
- The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992), *Cadbury Report*, December.
- The National Conference of Stock Exchanges (2000), *The 1999 Shareownership Survey*.
- Thompson J. D. (1967), *Organization in Action*, McGraw Hill, New York.
- Thurow L. C. (1988), “Let's Put Capitalists Back into Capitalism”, *Sloan Management Review*, 30.
- TIAA-CREF (2004), *Policy Statement on Corporate Governance*.

- Timo R. (2005), "Il collegio sindacale", in Nedcommunity, *Guida al sistema dei controlli*, novembre.
- Tiscini R. e di Donato F. (2005), "Le frodi contabili. Analisi dei casi empirici", in Fiori G. e Tiscini R., *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informazione aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Tricker R. (1984), *Corporate Governance. Practices, Procedures and Powers in British Companies and their Boards of Directors*, Gower, London.
- Veneziani M. (2004), "La comunicazione ai mercati finanziari delle società quotate: un confronto internazionale", in Teodori C. (a cura di), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*, FrancoAngeli, Milano.
- Vietti M. (2003), in Taverna A. (a cura di), *La riforma del diritto societario: prime verifiche*, Atti del Corporate Governance Forum di Torino, 14 aprile.
- Williamson O. E. (1996), *The mechanisms of governance*, Oxford University Press, New York.
- Wolburgh Jenah S. (2005), *Finding Common Ground: A Canadian Response to Corporate Governance Reform*, United Nations Economic Commission for Europe, Corporate Governance Roundtable, Geneva, 9 February.
- Zappa G. (1927), *Tendenze nuove negli studi di ragioneria*, Istituto Editoriale Scientifico, Milano.
- Zappa G. (1943), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Zappa G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, tomo primo, Giuffrè, Milano.
- Zattoni A. (2001), "I piani di stock option per il top management", in Airoidi G. e Zattoni A. (a cura di), *Piani di stock option: progettare la retribuzione del top management*, Egea, Milano.