IRIS - Luiss Guido Carli Research Institutional Repository | Catalogo istituzionale della ricerca Luiss Guido Carli

CORPORATE GOVERNANCE E GESTIONE DEI RISCHI: SCENARI EVOLUTIVI

Pre-print version of the following publication: | Versione pre-print della seguente pubblicazione:

Original Citation/Citazione:
Fiori, Giovanni. (2024). CORPORATE GOVERNANCE E GESTIONE DEI RISCHI: SCENARI EVOLUTIVI. In Luca Anselmi; Silvio Bianchi Martini; Cecilia Chirieleison [et al.] (Eds.), Scritti in onore di Umberto Bertini (pp. 799-805). Franco Angeli. Isbn: 9788835167389.

Availability/Disponibilità:
This version is available at: 11385/245518 since: 2024-12-09T16:59:13Z - Questa versione è disponibile alla pagina: 11385/245518 dal: 2024-12-09T16:59:13Z

Publisher/Casa editrice:
Franco Angeli

Published version/Pubblicato:

License/Licenza:
Tutti i diritti riservati

Availability/Termini d'uso:

The terms and conditions for the reuse of this version of the manuscript are specified in the publishing policy. Works made available under a Creative Commons license can be used according to the terms and conditions of said license. For all terms of use and more information see the publisher's website. | I termini e le condizioni relativi al riutilizzo della presente versione della pubblicazione sono disciplinati dalla politica editoriale. Le opere messe a disposizione con licenze Creative Commons possono essere utilizzate conformemente ai termini e alle condizioni previste da tali licenze. Per l'insieme delle condizioni di utilizzo e per ulteriori informazioni si rinvia al sito web dell'editore.

This item was downloaded from IRIS Luiss (https://iris.luiss.it/). When citing, please refer to the published version. | Questo documento è stato scaricato da IRIS Luiss (https://iris.luiss.it/). Per la citazione, fare riferimento alla versione pubblicata sul sito dell'editore.

(Article begins on next page | Il contributo inizia nella pagina successiva)

02 May 2026

CORPORATE GOVERNANCE E GESTIONE DEI RISCHI: SCENARI EVOLUTIVI

1. La corporate governance prima dei grandi scandali finanziari

Nel lontano 1987 Umberto Bertini pubblicava, con grande lungimiranza, un fondamentale lavoro sul sistema dei rischi d'impresa[1], un tema poco trattato fino ad allora dalla dottrina italiana ed internazionale [2].

In quell'epoca gli studi sulla corporate governance erano, a dir poco, ad uno stato embrionale sia in Italia che all'estero: fanno eccezione i due lavori fondamentali di Berle e Means del 1932[3] sulla struttura dell'azienda moderna e di Jensen e Meckling del 1976 che introdusse la arcinota (e forse abusata) "agency theory".[4]

La scelta di volere studiare ed approfondire il sistema dei rischi d'impresa si rivelò perciò, come già detto, molto lungimirante: non vi è alcun dubbio, infatti, che la successiva esplosione degli studi sulla corporate governance e l'ipertrofia regolatoria che ne conseguì furono certamente dovuti al fatto che a molti di quei rischi individuati da Umberto Bertini non si diede il giusto peso a suo tempo.

Ma andiamo con ordine. A partire dagli anni '90, e soprattutto a seguito della caduta del Muro di Berlino, si giunse alla convinzione che il modello di sviluppo economico basato sul capitalismo anglosassone fosse quello vincente e destinato ad essere dominante in tutti i Paesi del mondo.[5] E questo non soltanto nei Paesi ex comunisti, vittime del fallimentare modello comunista e sovietico ma anche (ed è questo uno dei punti nodali) in tutti i Paesi che, pur avendo sviluppato una efficiente e prospera economia di

[1] Umberto Bertini, Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale, Milano, Giuffré, 1987

[2] Da ricordare il primo grande studio sul tema della scuola italiana, da parte di un vero precursore: Salvatore Sassi, Il sistema dei rischi d'impresa, Milano, Vallardi, 1940

[3] Adolf Bearle-Gardner Means, The modern corporation and private property, U.S., 1932

[4] Michael C. Jensen, William H. Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in Journal of Financial Economics, 1976.

[5] All'epoca qualcuno parlò addirittura di "fine della storia" (Francis Fukuyama, La fine della storia, in The National Interest, U.s.a., 1989)

mercato, la avevano sviluppata mantenendo un ruolo importante non solo dello Stato ma anche di molti stakeholders diversi dagli azionisti, quali dipendenti, banche, comunità territoriali, ecc.

Stiamo parlando, evidentemente, di Paesi ricchi e liberi quali la Germania, la Francia, l'Italia, il Giappone, ma in pratica la lista può essere estesa a tutti i Paesi capitalisti non di stampo anglosassone. Di fatto tutti tranne Uk e Usa.

Negli anni '90, diventano di gran moda due teorie economico-aziendali elaborate con finalità diverse, ma pericolosamente confinanti: la teoria dello "shareholder value creation" e la "efficient market hypothesis".

Secondo la prima teoria, l'azienda deve perseguire unicamente la creazione di valore per i soci e non per gli altri stakeholders: questi ultimi infatti sarebbero indirettamente beneficiari del valore creato per gli azionisti, avendo la garanzia del perdurare delle condizioni di prosperità dell'azienda stessa.

In base alla seconda, i mercati finanziari sono tendenzialmente efficienti, e dunque per capire se e quanto valore è stato creato dal CEO la migliore proxy è il prezzo delle azioni: aumentare il prezzo delle azioni diventa così l'obiettivo fondamentale di ogni CEO, che così facendo soddisfa certamente le aspettative degli azionisti, ma soprattutto soddisfa anche le proprie visto che, per allineare i suoi interessi a quelli dei soci e ridurre il problema di agenzia di cui parlavano Jensen e Meckling nel 1976, i meccanismi di compensation dei top manager delle grandi corporate americane prevedono in maniera massiva il ricorso a stock option ed altri strumenti che consentono enormi incrementi di retribuzione nel caso di buona performance del titolo azionario.

Poco importa che, con questo scenario, il rischio di azzardo morale e soprattutto le incongruenze (che poi vedremo) delle due teorie fossero evidenti: questo era il modello di corporate governance vincente, e chi non lo applicava era considerato all'epoca poco "al passo con i tempi".

L'Italia, che soprattutto nelle scienze economiche spesso brilla per esterofilia e per accondiscendenza acritica verso il pensiero anglo-americano, si è presto adeguata, pur restando lontana delle iperbole raggiunge oltre oceano. La prima versione del Codice di autodisciplina delle società quotate è la dimostrazione di quanto appena descritto: di fatto le società quotate dovevano dotarsi di un modello di governance "legale" basato sul Codice Civile, ed allo stesso affiancarne un altro, parzialmente diverso, orientato alla governance anglo-americana.

Anche altri Paesi europei, con meno complessi di inferiorità, si sono tuttavia dovuti adattare a questo scenario economico che, lo ripetiamo, appariva dominante ed incontrastato.

2. I grandi scandali finanziari e l'esplosione degli studi di corporate governance

A rompere questo monopolio culturale sono intervenuti, all'inizio del XXI secolo, due fenomeni economici di rilevanza epocale: la bolla delle internet-companies ed alcuni grandi scandali finanziari che, sia in Usa che in Europa (con l'Italia in primo piano), hanno prodotto danni enormi a lavoratori e risparmiatori.

Le incredibili quotazioni raggiunte dai titoli tech, prive di qualunque relazione rispetto ai fondamentali economici delle aziende sottostanti, e la successiva inevitabile caduta rovinosa dei prezzi azionari, hanno dimostrato quanto fosse errata la tesi dell'efficienza dei mercati finanziari e quanto queste quotazioni di Borsa fossero in realtà lontane anni luce rispetto ai valori "reali" delle aziende stessa.

I grandi scandali finanziari degli USA (Enron, Worldcom) ed europei (Cirio, Parmalat) hanno invece dimostrato in modo chiaro ed inequivocabile come nessun modello di corporate governance potesse aspirare ad essere considerato migliore degli altri, e che ogni modello possedeva in sé lacune ed elementi di elevata rischiosità.

Il modello italiano ha confermato le tradizionali debolezze in termini di abuso di potere da parte del socio maggioritario, a scapito dei soci di minoranza e degli altri stakeholders.

Il modello anglosassone, a sua volta, si è dimostrato fallace sia in termini di inadeguatezza della dottrina di creazione di valore per i (soli) azionisti che in termini di corretta percezione dei rischi aziendali di medio periodo.

La tesi per cui la finalità principale dell'azienda sia quella di creare valore per gli azionisti può anche avere un suo fondamento valido, a due condizioni: che si calcoli in modo corretto il valore creato, e che la creazione di valore per gli azionisti non avvenga a scapito di altri stakeholders (e cioè riducendo o limitando i salari ovvero incrementando a dismisura i rischi per i finanziatori terzi).

Ciò non e avvenuto, sia perché la proxy utilizzata per misurare il valore creato era costituita dalle quotazioni dei titoli in Borsa, che esprimevano

spesso valori lontanissimi dal vero valore delle aziende, ma anche perché l'azzardo morale derivante dalla necessità di perseguire risultati economici nel breve periodo (e dall'esigenza di rendicontarli con cadenza trimestrale al mercato), hanno portato i manager a creare valore anche a scapito di finanziatori, lavoratori e comunità sociale e, soprattutto, ad esporre le loro aziende a rilevantissimi rischi nel medio termine.

Questi due choc economici, succedutisi in rapida sequenza nei primi del secolo, hanno portato ad una vera e propria esplosione degli studi di corporate governance e, parallelamente, ad un continuo incremento della produzione normativa volta a fronteggiare i rischi, ad incrementare i controlli all'interno delle aziende e a cercare di limitare i pericoli per i risparmiatori e gli altri stakeholders.

Negli Usa è stato emanato il Sarbanes-Oxley act nel 2002, in Italia è stato riformato il Codice civile, le funzioni di controllo interno ed esterno si sono moltiplicate e la legislazione è diventata sempre più complessa ed articolata.

Ancora una volta Umberto Bertini colse i temi che si stavano delineando, in uno scritto in cui riproponeva le sue intuizioni sul sistema dei rischi aziendali, mettendole in collegamento con gli studi di corporate governance che si stavano sviluppando. [6]

Negli ultimi anni, a ciò si è aggiunta la crescente attenzione agli ESG e più in generale alla sostenibilità sociale.

Da un lato, ciò ha condotto al definitivo abbandono della teoria di creazione di valore per i soli azionisti, ed alla sua sostituzione con un più ampio concetto di sviluppo sostenibile dell'impresa, che tenga conto non solo del legittimo interesse degli azionisti ad ottenere una congrua remunerazione ma anche degli altrettanto legittimi diritti ed interessi di tutti gli altri stakeholders e della società nel suo complesso.

Ma dall'altro, ciò ha inevitabilmente condotto a nuova regolamentazione, nuovi adempimenti da rispettare, nuovi controlli e dunque ad un'esplosione delle esigenze di compliance.

Non è raro assistere (soprattutto nelle banche) a riunioni dei consigli di amministrazione nei quali i temi di compliance occupano la maggior parte del tempo a disposizione, relegando gli aspetti strategici ad un ruolo da comprimari. Ed è inevitabile che, giunti a questo punto, qualcuno si stia domandando se "il gioco vale la candela".

[6] Umberto Bertini, Dissesti aziendali e sistemi di controllo interni, in Studi in onore di Isa Marchini, Franco Angeli, Milano, 2006.

3. Declino della corporate governance?

Si è detto del moltiplicarsi degli studi di corporate governance e della rilevanza che il tema assunto, negli ultimi 20 anni, sia a livello di accademia che di management.

Una quota importante di queste ricerche si è anche rivolta alla ricerca di una relazione tra la "buona" corporate governance e la performance delle imprese, proprio allo scopo di capire se la governance, oltre a rappresentare un argine verso abusi nei confronti degli stakeholder, potesse anche rappresentare un boost per la performance delle imprese.

Come è noto, questi studi non sono mai riusciti a trovare un nesso statisticamente rilevante tra i due fenomeni[7], e ciò per due ordini di ragioni.

La prima ragione è l'oggettiva difficoltà, se non impossibilità, nel trovare i parametri corretti per definire la corporate governance "buona" o "cattiva"; in proposito, sono stati esperiti numerosi tentativi di trovare indici sintetici per misurare la "qualità" della corporate governance, ma senza risultati apprezzabili.

In altre parole, parametri quali la dimensione del board, il numero di amministratori indipendenti, il numero di riunioni dell'audit committee ed altri simili, si sono dimostrati assolutamente inadeguati ad esprimere la qualità della governance: si consideri che la Enron e la Lehman Brothers erano considerate, da questo punto di vista ed in base ai suddetti parametri, delle best practice, ed invece sono collassate anche per evidenti problemi di funzionamento della governance.

La seconda ragione è meramente statistica, e consiste nel fatto che la relazione tra le due variabili non è mono direzionale (c.d. endogeneity): in altre parole la buona governance potrebbe portare a migliore performance, ma allo stesso potrebbe essere proprio la buona performance ad essere la causa della migliore governance.

Questo fattore, oltre alla sempre più invadente proliferazione di adempimenti e di compliance, sta iniziando a far cambiare la direzione del pendolo.

Vi sono, negli ultimi anni, alcuni evidenti segnali di un cambiamento (se non una vera e propria inversione), della direzione di marcia.

[7] Gli studi sulla relazione tra corporate governance e performance sono numerosissimi e dunque ci asteniamo in questa sede dal citarne uno piuttosto che un altro

Anzitutto, si sta registrando una sensibile riduzione delle aziende che si vogliono quotare in Borsa ed allo stesso tempo un incremento del delisting di aziende anche molto rilevanti.

Altre aziende, invece, non rinunciano alla quotazione ma si spostano verso mercati finanziari più flessibili, con meno costi, meno regolamentazione e, conseguentemente, meno vincoli per gli emittenti.

Spesso queste scelte sono dettate dalla volontà di mantenere il controllo della società mediante l'utilizzo del voto multiplo o di altri meccanismi analoghi, ma altrettanto spesso sono dovuti alla ricerca di una riduzione dei costi e degli adempimenti, ovvero ad una semplificazione della corporate governance.

Un altro fenomeno rilevante è una certa inversione di tendenza nella diffusione della CEO duality (e cioè della scelta di non concentrare in un'unica persona la figura di Chairman e CEO). Per anni la CEO duality è stata considerata un fattore di buona governance, in quanto considerato un fattore idoneo a limitare lo strapotere del CEO.

Negli USA, infatti, la CEO duality non ha mai trovato grande applicazione, a differenza di quanto avviene in UK e in molti Paesi europei.

Negli ultimi anni, è stato riscontrato che molte imprese nelle quali Presidente ed Amministratore Delegato sono la stessa persona risultano più efficienti e performanti rispetto a quelle in cui i ruoli sono divisi.

In altre parole, le imprese in cui il processo decisionale è concentrato in una persona risultano essere più efficaci rispetto a quelle in cui i livelli decisionali richiedono numerosi passaggi e meccanismi decisionali più complessi.[8]

Anche sul fronte della sostenibilità e degli ESG si sta assistendo ad un rallentamento e ad una certa inversione di tendenza. Ma questo tema richiederebbe una trattazione a parte.

Dobbiamo dunque concludere che serve meno governance e meno regolamentazione?

In parte certamente si, perché è stato ampiamente dimostrato che la moltiplicazione delle regole e dei livelli di controllo non portano assolutamente ed una riduzione dei rischi di frode e di danni per gli stakeholders.

[8] Si ricorda che la dottrina italiana ha da sempre individuato nell' "unità di comando" un principio organizzativo fondamentale. Si veda, per tutti: Pietro Onida, Economia d'azienda, Torino, Utet, 1960.

E' dunque indispensabile una razionalizzazione dei controlli, al fine di evitare sovrapposizione di ruoli ed inutili e costose ripetizioni, che certamente non aumentano l'efficacia dei controlli stessi.

In particolare va ripensata la funzione di risk management che si è mediamente rivelata poco adeguata nel cogliere i rischi reali e si è spesso limitata ad evidenziare rischi già noti senza cogliere eventi quali la pandemia (evento che pure molti ricercatori avevano annunciato come assolutamente possibile) ovvero le guerre tipo Russia-Ucraina (dimenticando che la Russia aveva già annesso la Crimea nel 2014).

Va invece rafforzato il ruolo dell'internal auditing, che l'esperienza dimostra essere l'unica vera funzione aziendale realmente in grado di contrastare le frodi e di fronteggiare i rischi: ne va ribadita l'assoluta indipendenza dal top management e l'adeguatezza in termini di risorse.

Va ridotta la compliance, concentrandola sui rischi reali in modo da evitare adempimenti costosi, ed il cui rapporto costi-benefici risulta decisamente sfavorevole.

Ma allo stesso tempo non bisogna commettere l'errore di rinunciare ai grandi benefici che gli studi di corporate governance hanno portato alle aziende e al mercato, garantendo una trasparenza ed una qualità delle informazioni un tempo sconosciute. E ricordiamoci sempre che le asimmetrie informative sono il principale nemico di una buona economia di mercato.

Il vero tema, come ricordava Umberto Bertini, è la corretta individuazione e gestione dei rischi, e la loro corretta collocazione all'interno del sistema azienda. Una lezione più che mai attuale.

Riferimenti bibliografici

Bearle A.-Means G. (1932), *The modern corporation and private property*, U.S.,

Bertini U. (1987), *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano.

Bertini U. , *Dissesti aziendali e sistemi di controllo interni* (2006), in Studi in onore di Isa Marchini, Franco Angeli, Milano.

Fukuyama F., *La fine della storia* (19891), in The National Interest, U.s.a.,

Jensen M., Meckling W.H.(1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in Journal of Financial Economics.

Onida P. (1960), Economia d'azienda, Torino, Utet.
Salvatore S. (1940), *Il sistema dei rischi d'impresa*, Milano, Vallardi.