

# Misurare l'eccellenza della Corporate Governance

## Mito o realtà?

LIVIA AMIDANI, CESARE SACCANI

**I** diversi attori del mercato finanziario (investitori istituzionali, regolatori, stock exchanges, ecc.) manifestano una crescente esigenza di misurare il livello di affidabilità del sistema di Corporate Governance.

*Il sistema di Corporate Governance, al di là dei vincoli normativi previsti negli ordinamenti in materia di diritto societario presenti in ogni paese, è considerato sempre più come un'unità organizzativa da cui si attende un contributo attivo ai processi di creazione del valore.*

*Diversi operatori propongono servizi di misurazione dell'efficacia del sistema di Governance, quale cuore decisionale dell'impresa e luogo di incontro tra gli interessi degli Shareholder e Stakeholder.*

*Chi elabora i Rating sul sistema di Governance?*

*Quali sono i Modelli adottati? Quali sono le metriche e i processi di valutazione adottati?*

*Attraverso l'analisi delle esperienze internazionali cercheremo di rispondere a queste domande avendo bene in mente il bisogno di trovare una risposta a una domanda fondamentale: che significato può essere attribuito a un giudizio sul "livello di qualità" del sistema di Governance?*

### I trend e le esperienze internazionali (mercato, players, strategie, prodotti)

I recenti scandali societari e finanziari che hanno coinvolto imprese di tutto il mondo ispirate a diversi modelli di Governance (anglosassone, insider-renano, insider-latino ecc) hanno insegnato (purtroppo a danno di migliaia di risparmiatori e altri stakeholder) una grande lezione: il valore di una società non dipende solo dagli indicatori economico finanziari ma anche dall'efficacia dei meccanismi di bilanciamento e controllo a tutela del mercato e degli azionisti. Un buon sistema di Governance diventa condizione necessaria per migliorare l'efficacia dei processi decisionali e di controllo e ridurre il rischio di comportamenti opportunistici di azionisti di controllo e manager. Sulla scia di approcci già consolidati di valutazione del "rischio finanziario" si diffondono in tutto il mondo le "agenzie" che offrono servizi di valutazione sul "rischio di Governance". Poiché la valutazione del sistema di Corporate Governance è finalizzata a formulare un giudizio quantitativo su elementi di natura qualitativa di un'unità organizzativa suggeriamo di adottare il termine "Score" in sostituzione del termine "Rating" (che evoca un'accezione legata al rischio di credito). Alcune seguono un approccio "tailor made", personalizzato per ogni singola società, senza seguire alcun modello standard valido per ogni tipo di organizzazione.

Altre seguono un approccio che valorizza gli aspetti di misurazione e comparazione<sup>(1)</sup> cercando di dimostrare, col supporto di studi quantitativi, la capacità dei propri sistemi di scoring di spiegare la relazione governance-performance.

I servizi di "Scoring sulla Governance" sono nati negli USA nei primi anni 2000 come strumento di valutazione del rischio della governance. Inizialmente queste valutazioni sono state formulate come estensione del processo di assegnazione del Rating finanziario in accordo a "standard", "metriche" e "procedure" definite dalla stessa agenzia che assegna lo Score. Questo servizio si è diffuso rapidamente grazie all'ampiezza del mercato azionario, alla dimensione e al peso degli operatori istituzionali, alla cultura del benchmark e al bisogno

(\*) L. Amidani, Governance Consulting.  
C. Saccani, EFQM Assessor - NED Community.

(1) "The process of measuring corporate governance provides greater transparency for investors and a positive incentive for companies to improve their governance standards (Standard & Poor's)".

di ridurre i rischi di reati societari e finanziari. Analoghe iniziative stanno sviluppandosi in tutto il mondo (persino in India e Tailandia).

Gli attori che offrono servizi di Scoring sul sistema di Governance sono molto diversi.

Alcuni attori (studi legali, società di revisione, società di consulenza) forniscono un servizio di "Scoring" sul sistema di Corporate Governance con una valenza prevalentemente interna a complemento dell'offerta di servizi di consulenza. In questi casi lo Score:

- a - è richiesto e pagato dalla società che chiede la valutazione;
- b - rimane interno alla società oggetto della valutazione (spesso non è diffuso al pubblico);
- c - fornisce un giudizio "soggettivo" orientato al miglioramento della governance societaria più che a un giudizio "comparativo" rispetto ad altre aziende.

Per esempio S&P vende i suoi servizi di *Scoring* direttamente alle società e solo se essa è d'accordo, li distribuisce agli investitori istituzionali (o addirittura li pubblica su Internet). Gli Score forniti da questi attori non possono assumere una valenza esterna a causa della contestuale presenza di fattori quali la soggettività del modello e della metrica di valutazione utilizzati (in genere proprietario) o la possibilità di conflitti di interesse.

Limitiamo pertanto l'analisi solo sui servizi di *Scoring* di terza parte proposti da operatori che perseguono l'obiettivo di fornire al mercato uno strumento di valutazione della qualità/rischio del sistema di governance<sup>(2)</sup> tra cui:

1 - Società di ratings di credito (S&P, Moody's, Morningstar, Fitch)

2 - Società di Proxy voting e shareholder services (es.: ISS - Institutional Shareholding Services)

3 - Società di ricerca e ratings di governance (Governance Metrics International, The Corporate Library, Core Ratings).

Alcuni operatori sono presenti in tutti i principali paesi, mentre altri sono focalizzati su aree geografiche circoscritte (The Corporate Library negli USA ad esempio). Alcuni sono focalizzati sul tipo di strumento finanziario o sul tipo di società e assegnano "score" ai fondi (Morningstar) o agli emittenti di *corporate bonds*, altri valutano aspetti specifici della governance (es.: CSR) oppure il funzionamento del Board (The Corporate Library, IQNet).

(2) Questi attori sono entrati sul mercato per diversificare il proprio core business.

(3) In Italia questo aspetto potrebbe assumere una crescente importanza in considerazione delle disposizioni vigenti in materia di responsabilità degli Amministratori.

La maggior parte delle società vende i propri servizi direttamente a investitori istituzionali (fondi pensione, società di assicurazione, regulators, providers di servizi finanziari) che utilizzano i Rating per le decisioni di *proxy voting* o di *shareholders activism*. In questi casi, le società "valutate" non pagano per il privilegio di essere "valutate".

Per esempio ISS, nata come società di ricerca e consulenza per assistere gli investitori istituzionali nell'attività di *shareholding activism*, allega alle sue analisi di *proxy voting* la valutazione sulla governance vendendo a Fitch, società di credit rating, che ne incorpora i dati nel suo processo di valutazione della governance per l'assegnazione del rischio di credito.

Più raro è il caso di ricorso spontaneo allo *Scoring* sulla Governance da parte delle società.

La maturazione del mercato mette in luce nuovi "utilizzatori potenziali" della valutazione della Governance tra cui Azionisti di controllo e/o Amministratori Indipendenti (interessati a ricevere un giudizio di terza parte indipendente sulla qualità del sistema di Governance<sup>(3)</sup>), compagnie di assicurazione (per legare i premi delle coperture assicurative per gli Amministratori al grado di affidabilità del sistema di Corporate Governance) e Banche (in cerca di informazioni, anche extracontabili, sempre più accurate in vista dell'attribuzione del rating creditizio).

Se il cliente è un investitore istituzionale, la società valutata ottiene gratuitamente il proprio Score e può ricevere, se lo desidera, ulteriori servizi a pagamento (per esempio sottoscrizioni a Premio per effettuare simulazioni sul rating, benchmarking o di consulenza). In alcuni casi le società ottengono lo Score previa sottoscrizione di un abbonamento specifico.

S&P vende direttamente il servizio alle società quotate, proponendo in sostanza il modello "pay for play" che ha funzionato bene nel *Credit Rating*. Il focus del servizio è il "financial stakeholder" e assomiglia (per tipo di *output* e *pricing*) ad una valutazione per fini interni della governance. Tuttavia il focus sugli Stakeholder e la possibilità di pubblicare il rapporto di valutazione del rischio di governance (con il consenso della società) fanno di S&P un attore del mercato.

Gli attori che aspirano a costruire uno standard di fatto nella misura della governance sono tre: ISS con Corporate Governance Quotient (CGQ), S&P con CGS e il rating di GMI.

Da questa panoramica preliminare emerge un primo fatto importante.

*Sebbene la valutazione riguardi "nominalmente" il medesimo oggetto di analisi (il sistema di Corporate Governance) il giudizio può variare, anche profondamente, da soggetto a soggetto.*

### Di cosa stiamo parlando?

In generale lo Score su un sistema organizzativo esprime un giudizio sintetico su un insieme di elementi elaborato al termine di un processo strutturato basato su modelli e metriche predefinite.

In primo luogo occorre definire il “perimetro” della valutazione. I confini del sistema di Corporate Governance di una singola società sono facilmente definibili. Ma qual è il confine di un sistema di Corporate Governance in un gruppo di società? La risposta merita una trattazione a sé.

Noi torniamo al tema centrale: qual'è il significato di uno Score sulla Corporate Governance?

I sistemi di valutazione si muovono lungo un continuum ideale tra due estremi.

A un estremo vi sono i sistemi che legano il significato dello Score sulla Corporate Governance a un giudizio sul grado di “conformità” alle normative cogenti (es.: Codice Civile) o volontarie (es.: il Codice di Autodisciplina). Ovviamente la “conformità” a norme cogenti è un obbligo da rispettare per chi non desidera esporsi a un'azione legale intentata da una pluralità di soggetti (azionisti di minoranza, stakeholder, Amministratori indipendenti, ecc.) per “non conformità”.

Ciò implica che l'inserimento nel sistema di Scoring di elementi di valutazione del rischio di conformità del sistema di Governance è condizione strettamente necessaria ma non sufficiente.

Infatti l'approccio allo Scoring ancorato alla “conformità ai requisiti normativi” appare inadeguato a misurare l'efficacia del sistema di Governance per due ragioni fondamentali.

In primo luogo lo scopo delle norme cogenti è la determinazione di “requisiti minimi” che un'organizzazione deve soddisfare a tutela di determinati interessi. Pertanto la conformità ai requisiti non costituisce in sé un elemento utile a giudicare l'efficacia del sistema di Corporate Governance rispetto alle finalità attese all'interno dell'organizzazione.

In secondo luogo l'approccio focalizzato sulla conformità alle norme è inefficace sul piano “comparativo” a causa di divergenze esistenti negli ordinamenti normativi nei diversi paesi. Consideriamo per esempio un elemento di valutazione quale “il numero di amministratori indipendenti nel Cda”. Il Codice di Autodisciplina francese prevede che tale numero sia “1/3 sul totale dei membri del CdA” mentre nel Combined Code si prevede un generico “numero bilanciato tra amministratori esecutivi e non esecutivi” o ancora nel Codice Preda (IT) si definisce “un numero adeguato di amministratori non esecutivi”. Per assurdo uno stesso sistema di Governance potrebbe ricevere uno score positivo rispetto alla norma applicabile in un paese e “negativo” (per estrema ratio) in un altro paese in cui sono in vigore norme più restrittive. Né deriva un primo principio fondamentale.

**Principio 1** - *Uno schema di valutazione sulla Governance deve essere indipendente dalle normative vigenti (anche se non può prescindere da elementi di valutazione che consentano una valutazione sul grado di conformità alle norme del paese in cui ha sede l'impresa).*

All'estremo opposto vi sono approcci che tentano di legare la valutazione di efficacia del sistema di Corporate Governance alle “performance” aziendali o, addirittura, al “prezzo delle azioni” (per le società quotate)<sup>(4)</sup>.

Si tratta di un'ipotesi tanto suggestiva quanto insostenibile. Se da un lato è plausibile ipotizzare che un efficace sistema di Governance, riducendo i rischi di conformità, contribuisce anche alla creazione di valore è altrettanto vero che legare all'esistenza di una buona prassi di Governance le performance di un'impresa (o il “prezzo delle azioni”) appare quanto meno azzardato. Infatti le variabili endogene (efficacia del business model, prodotti/servizi in linea con i bisogni del mercato, efficienza dei processi, ecc.) ed esogene (congiuntura di mercato, trend di borsa, ecc.) che impattano sulle performance sono tali e tante da impedire di isolare l'impatto su di esse da parte del sistema di Governance.

**Principio 2** - *La misura di efficacia del sistema di Governance non può essere correlata alle “performance aziendali” o al “prezzo delle azioni” (almeno per il momento).*

Ma allora che significato si può attribuire a uno Score sul sistema di Governance?

Per rispondere a questa domanda occorre soffermarsi sulla natura, sul ruolo e sulla funzione svolta dal sistema di Corporate Governance.

In una visione sistemica dell'impresa, il sistema di Corporate Governance è un “sottosistema organizzativo”, luogo di incontro tra gli *Shareholder* e la struttura manageriale da un lato e gli *Stakeholder* (clienti, fornitori, dipendenti, banche, ambiente fisico, comunità sociale, ecc.) dall'altro, costituito da un insieme organico di strutture (decisionali e di controllo), regole e processi di intermediazione tra gli interessi dei diversi attori (*Shareholder* e *Stakeholder*) e di gestione dei singoli organi.

Poiché dal punto di vista degli azionisti, il sistema di Governance comporta, al pari di ogni unità organizzativa, il sostegno di oneri a carico dell'impresa (remunerazione degli Amministratori, adempimenti formali da seguire,

(4) CGIndex elaborato da TSE per la parte di Indexing e ISS per la parte di rating di governance.

ecc.), il giudizio deve esprimere una valutazione di efficacia dei processi rispetto alle funzioni assegnate.

**Principio 3** - *La valutazione del sistema di Corporate Governance deve esprimere un giudizio sull'efficacia dei processi di controllo (visione tradizionale) e sulla capacità di contribuire attivamente alla creazione di valore da parte dell'impresa (visione moderna).*

Pertanto, per assegnare uno Score sul sistema di Governance, occorre rispondere ad alcune domande chiave: da quale prospettiva paradigmatica si valuta? Qual'è il modello di riferimento (elenco di elementi di valutazione)? Quale metrica? Quale processo di valutazione?

### La scelta paradigmatica

Lo Score sulla Corporate Governance esprime un giudizio sul modo in cui i diversi interessi convergenti sull'impresa si conciliano e si allineano per creare ricchezza e benessere nel medio lungo periodo<sup>(5)</sup> pertanto il presupposto consiste nella scelta della prospettiva paradigmatica da cui effettuare la valutazione.

Il sistema di Corporate Governance può essere considerato da diversi punti di osservazione a ciascuno dei quali corrisponde uno specifico modello paradigmatico d'impresa.

Le molteplici concezioni d'impresa (e quindi della Governance) tendono a polarizzarsi all'interno di due prospettive paradigmatiche fondamentali: *lo Shareholder Value* e *lo Stakeholder Value*.

Nel paradigma dello Shareholder Value (e sue varianti<sup>(6)</sup>) l'obiettivo ispiratore dell'azione gestionale degli Amministratori e del management è costituito dalla massimizzazione del profitto nel breve e medio periodo e nell'interesse prevalente dell'azionista (di controllo).

Nel paradigma dello Stakeholder Value (e sue varianti<sup>(7)</sup>) l'obiettivo ispiratore dell'azione gestionale di Amministratori e manager è costituito dalla creazione di valore nel medio lungo periodo ottenuto bilanciando la soddisfazione degli azionisti con la soddisfazione degli altri Stakeholder (clienti, fornitori, personale, tutela ambientale, sicurezza dei luoghi di lavoro).

**Principio 4** - *Il giudizio sul sistema di Governance (strutture, processi, regole, prassi e risultati) dipende dalla prospettiva paradigmatica da cui è formulato.*

La polarizzazione paradigmatica è visibile anche negli scopi di buona prassi di Governance enunciati nei codici di autodisciplina: alcuni riconducono alla prospettiva dello *Shareholder Value* (Cadbury Code, Calpers Code, Codice Preda) altri al

paradigma dello *Stakeholder Value* (es.: Codice Vienot, Codice Tedesco, Principi OCSE).

Pertanto il prerequisito per effettuare una comparazione tra giudizi relativi a uno stesso sistema di Governance è la scelta "ex ante" della visione paradigmatica da cui osservarlo e valutarlo.

### Il modello di riferimento

La scelta della prospettiva paradigmatica determina la definizione del modello di riferimento.

Per "Modello" si intende "un insieme di elementi base, raggruppati in aree omogenee, utilizzati ai fini della valutazione degli aspetti qualitativi di un sistema organizzativo".

In modelli standard di tipo "normativo" (es.: ISO 9.001) gli elementi sono un elenco di requisiti da soddisfare e la loro valutazione è eseguita secondo una logica di tipo "conforme - non conforme".

Ma il sistema di Corporate Governance è un ambito organizzativo solo in parte riconducibile a requisiti minimi cogenti e in larga misura determinato (come altri ambiti organizzativi) dalla prassi e dall'efficacia dei processi rispetto alle funzioni attese.

Per misurare il livello di eccellenza del sistema di Corporate Governance il Modello di riferimento deve conciliare due dimensioni fondamentali:

a - la dimensione strutturale (orizzontale)

b - la dimensione evolutiva (verticale).

La dimensione "strutturale" descrive lo stato del sistema "in un determinato istante di tempo" e le caratteristiche "in quell'istante" di singoli sottosistemi interdipendenti e collegati tra loro.

Confrontando alcuni modelli (*tabella 1*) utilizzati da alcuni attori emerge una significativa eterogeneità nelle logiche di raggruppamento in "sottosistemi" (criteri) dei singoli elementi di valutazione su cui vale la pena fare qualche considerazione.

Questi modelli presentano un punto di debolezza fondamentale in quanto considerano solo gli elementi relativi alle "capacità" e alle "caratteristiche organizzative" (struttura) del

(5) Le tendenze in atto mostrano la creazione del valore nel medio lungo periodo è sempre più legata alla conciliazione dei diversi interessi ed alla risoluzione di conflitti rispetto al grado, più o meno elevato, di razionalità economica dei manager.

(6) A questa prospettiva sono riconducibili diverse varianti del paradigma principale quali: "teoria dell'impresa come diritto di proprietà degli azionisti", "teoria dell'agenzia", "Stewardship Theory", "modello finanziario", "myopic market model", modello degli "abusi di potere dei manager".

(7) A questa prospettiva sono riconducibili i modelli "Social Entity Theory", "Pluralistic Model" e "Trusteeship model".

## CORPORATE GOVERNANCE

| Governance Metrics International | The Corporate Library            | Best Board Practice             |
|----------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|
| <i>(Aggiornato Gennaio 2005)</i> | <i>(Aggiornato Maggio 2005)</i>  | <i>(Aggiornato Maggio 2005)</i> |
| Board Accountability             | Composizione del Board           | Normativa                       |
| Trasparenza finanziaria          | Accounting                       | Capacità Strategica             |
| Diritti degli Azionisti          | Shareholder Responsiveness       | Gestione Finanziaria            |
| Remunerazione                    | Remunerazione del CEO            | Personale                       |
| Market for Control               | Litigation/Regulation Problems   | Aspetti Manageriali             |
| Comportamento d'impresa          | Difese anti scalata              | Comunicazione                   |
|                                  | Capacità di decisione strategica |                                 |
|                                  | Analyst Adjustment               |                                 |

**Tabella 1 - Confronto tra modelli di valutazione.**

|                       | Criteria                                 | Elemento   | # of issues                  |
|-----------------------|--|--|------------------------------|
| <i>Overall rating</i> | Board accountability                     | 1. Board Accountability<br>2. Governance / Nomination Committee<br>3. Board Evaluations<br>4. Code of Ethics / Code of Business Conduct<br>5. Company's Stated Goals<br>10. Related Party Transactions | 20<br>4<br>3<br>11<br>3<br>4 |
|                       | Financial Disclosure & Internal Controls | 11. Audit Committee<br>12. Outside Auditors<br>13. Financial Statements  | 22<br>3<br>2                 |
|                       | Shareholders Rights                      | 14. Shareholder Rights<br>15. Confidential Voting  | 22<br>1                      |
|                       | Remuneration                             | 6. Compensation Committee<br>7. Executive Compensation<br>8. Equity-Based Compensation<br>9. Director Compensation   | 3<br>11<br>8<br>4            |
|                       | Market for Control                       | 16. Takeover Defenses<br>17. Shares Held by Officers and Directors<br>18. Security Ownership   | 4<br>3<br>3                  |
|                       | Corporate Behaviour                      | 19. Corporate reputation<br>20. Environmental, Health and Safety Concerns<br>21. Employee Issues<br>22. Contractors & Contract Labor   | 4<br>16<br>6<br>2            |

**Tabella 2 - Scomposizione di un sistema di Scoring in sottocategorie (estratto).**

sistema di Corporate Governance ma non comprendono elementi relativi ai risultati (efficacia).

Viceversa, per poter misurare realmente l'efficacia di un'organizzazione, un modello deve focalizzare l'attenzione sul nesso causale tra i diversi criteri in accordo con la seguente logica:

**Principio 5** - *“Risultati” eccellenti derivano da “processi” efficaci che a loro volta derivano da una gestione efficace delle “capacità” esistenti in azienda.*

Solo in tal modo è possibile valutare, in un determinato istante di tempo, l'impatto esercitato sugli elementi relativi ai risultati dall'insieme degli elementi relativi ai “fattori” (capacità e processi).

Pertanto la “dimensione strutturale” (statica) del modello deve contenere un insieme di “sottosistemi” interdipendenti comprendente i “fattori”, i “risultati” e la loro correlazione.

Sospendendo per un istante l'approfondimento sul significato del termine “risultati” e mantenendo l'attenzione sulla

struttura dei modelli più diffusi si nota un'elevata eterogeneità sia nel numero di categorie in cui sono raggruppati i singoli elementi sia nel numero di elementi presenti in ogni sottocategoria (in alcuni casi sono presenti oltre 400 elementi). La *tabella 2* mostra la scomposizione di un indice che considera oltre 150 elementi di valutazione.

Un secondo elemento di opacità dei sistemi di valutazione riguarda il "peso relativo" assegnato a un criterio (categoria): non tutti i sistemi di valutazione rendono noti i pesi assegnati a ogni criterio

Sul piano della gestione infine l'impostazione di un modello come "lista di elementi" impone un riesame, almeno annuale, per mantenere aggiornato il modello rispetto all'evoluzione delle prassi.

La dimensione strutturale è necessaria ma non sufficiente. Per determinare un giudizio sul "livello di eccellenza" raggiunto in un determinato istante di tempo da un sistema organizzativo occorre inserire una dimensione evolutiva (dinamica) che consenta di descrivere i possibili stati del sistema nel tempo.

L'ipotesi di fondo è che il sistema evolva da una configurazione base, legata alla conformità alle normative (condizione necessaria), verso una configurazione "best practice", legata alle migliori prassi esistenti in un determinato momento. Così facendo il giudizio formulato in un istante di tempo sul sistema nel suo complesso (e su ciascun sottosistema) può essere rapportato a una "scala qualitativa" predefinita che distingue alcuni livelli base (a cui corrispondono altrettanti stati evolutivi del sistema) in accordo a una considerazione fondamentale: non esiste una "configurazione ideale" valida per ogni tipo di impresa a prescindere dalla cultura aziendale, dal settore, dalle dimensioni, dalla natura giuridica e dal tipo di legami esistenti con gli *Shareholder* e *Stakeholder*. La struttura bidimensionale del Modello consente di superare la logica di valutazione binaria ("conforme - non conforme") con una logica "multinomiale" orientata allo score qualitativo.

**Principio 6** - *Il Modello di riferimento deve essere articolato in due dimensioni: una statica (per sottosistemi) ed una evolutiva (per stati del sistema e di ogni sottosistema nel tempo).*

## L'efficacia delle governance, la sua misurazione e il valore dello Score

Cosa si intende per risultati del sistema di Governance? Come si misura l'efficacia del sistema di Governance in ogni fase del processo evolutivo?

Numerosi studi<sup>(8)</sup> hanno tentato di legare la valutazione della "governance" alle "performance"<sup>(9)</sup>.

Nessuno di essi fornisce risultati convincenti, se non a titolo indicativo, poiché, come abbiamo detto, isolare la correlazione "buona Governance" - "buone performance" appare assai difficile.

Occorre quindi tentare di stabilire diversamente cosa si intende per una governance ottima, buona, sufficiente o insufficiente (metriche di valutazione) tenendo conto anche della quantità di parametri in gioco, della loro interrelazione e dell'influenza di fattori "soft" non modellizzabili.

A tal fine appare più praticabile rapportare la valutazione della Corporate Governance all'efficacia dei processi caratteristici (decisione e controllo) a prescindere dall'impatto esercitato sui risultati.

Qualche esempio aiuta a comprendere questo passaggio. Negli Stati Uniti, ai fini della valutazione dell'Audit Committee, prevale uno standard secondo cui tale organo ha l'autorità di nominare o licenziare gli Auditor esterni, il potere di approvare i servizi non-audit forniti da Auditor esterni ed è sollecitato a una periodica rotazione degli Auditor esterni. Questi standard non sono applicabili in Italia in quanto il C.C. o il TUF assegnano al Collegio Sindacale parte delle funzioni assegnate al Comitato Audit nel sistema americano. Un giudizio sull'Audit Committee, a prescindere dal soggetto preposto per legge a esercitare le funzioni di Controllo, deve concentrare l'attenzione sul modo e sull'efficacia con cui tale soggetto esercita le proprie funzioni di controllo nell'interesse dell'impresa e dei suoi *Stakeholder*.

Un altro esempio riguarda la "remunerazione degli Amministratori indipendenti": negli Stati Uniti è considerata buona prassi legarla ai risultati aziendali mentre in Italia prevale l'orientamento a respingere tale prassi per evitare il pericolo che un Amministratore perda la sua "indipendenza di giudizio" in presenza di incentivi variabili legati ai risultati. Nella valutazione di tale elemento, a prescindere da un giudizio "a priori" sulle prassi più diffuse, deve accertare se il sistema di remunerazione è adeguato a motivare sufficientemente gli Amministratori Indipendenti rispet-

(8) Tra cui survey qualitativi sul premio assegnato dal mercato a una buona governance (McKinsey), valutazione dell'impatto sulla performance aziendale degli interventi di grossi investitori istituzionali sulla governance di società "a rischio" (include in panieri di osservazione chiamati "focus list") e altri studi quantitativi.

(9) Per esempio GMI e ISS hanno cercato di ricostruire, mediante regressioni statistiche, la correlazione tra governance e performance partendo da elementi relativi al Rischio (volatilità e Z score), al Mercato (TSR, Tobin's Q) e alla Valutazione (Price to Book, Price to Cash Flow, Price To Earnings) per poi determinarne l'impatto sulla Profitabilità (Crescita del fatturato, EBITDA, Net Profit Margin, CFROI, ROI, ROE, ROIC e Dividendo).

to alle funzioni che sono chiamati a svolgere.

Da questi esempi si deduce come il giudizio su un sistema di Governance non possa ricondursi a un giudizio su elementi di cosmetica formale ma sulla reale capacità di svolgere efficacemente le funzioni attese e di creare valore secondo il paradigma da cui sono valutate le performance. Tale approccio esclude inoltre la possibilità di inserire negli schemi di valutazione anche elementi di tipo arbitrario strumentali alla soddisfazione di interessi di parte<sup>(10)</sup>.

Su queste considerazioni si può ipotizzare una scala di valutazione del sistema di Governance “a livelli discreti” in cui a ciascuno di essi corrisponde un diverso “livello di eccellenza”<sup>(11)</sup>.

Proviamo a proporre, a puro titolo esemplificativo, una scala a quattro livelli distinti.

**Livello 1 - Conformità** (alle normative cogenti): corrisponde al limite inferiore della valutazione. Un sistema di Governance non conforme ai requisiti cogenti espone l'impresa a un “rischio di conformità” e può mettere a repentaglio il valore o la sua capacità di operare: il giudizio minimo non può che essere ancorato quanto meno a un giudizio sulla conformità alle normative cogenti.

**Livello 2 - Autodisciplina** (alle norme volontarie): Il sistema di Governance è conforme alle norme volontarie applicabili (es.: Codice di Autodisciplina) e valorizza le imprese che, decidendo di uniformarsi a un Codice volontario, mostrano l'impegno a superare i requisiti minimi di legge.

**Livello 3 - Riconoscimento:** Il sistema di Governance presenta approcci e risultati superiori anche ai principi di Governance indicati da norme volontarie e presenta un livello di efficacia (es.: in termini di trasparenza, di completezza delle informazioni, ecc.) riconosciuto dal mercato.

**Livello 4 - Best Practice:** questo livello corrisponde al limite superiore della scala ed emerge dal confronto tra il sistema di Governance e le Best Practice nella gestione dei fattori e dei risultati.

**Principio 7 - La scala di valutazione, tarata sulla scelta “ex ante” del paradigma prevalente, esprime gli stati di un sistema di Governance nel tempo (dimensione evolutiva) in cui il valore minimo è rapportato alla Conformità alle norme cogenti e il valore massimo alle Best Practice.**

(10) La partecipazione degli Amministratori a programmi di formazione accreditati da ISS aumenta lo score CGQ.

(11) La logica della scala di valutazione è “inclusiva”: il giudizio sul livello n include il giudizio sul livello n-1 più alcuni elementi.

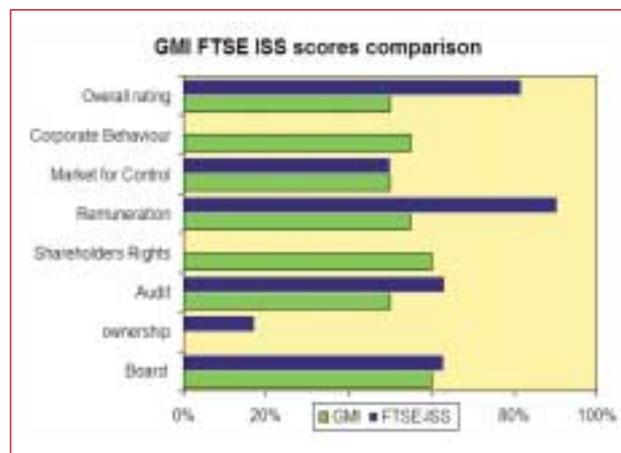


Figura 1 - Confronto degli Score assegnati da due agenzie ad una stessa società italiana quotata.

### La metrica e il significato dello score

Le metriche rappresentano il cuore del processo di Scoring e determinano sostanzialmente il valore e il significato dello Score. Attualmente lo “Score” sul sistema di Corporate Governance fornito dagli operatori presenti sul mercato è espresso secondo metriche diverse: numerica, alfabetica, assoluta o percentuale. In sé l'uso di metriche diverse per esprimere lo score non creerebbe particolari problemi se esistesse una sostanziale corrispondenza tra gli elementi considerati e le scale di valutazione. Purtroppo, oltre alle differenze sugli elementi considerati, vi sono delle differenze sostanziali tra le metriche e le scale utilizzate per elaborare gli Score assegnati dai diversi operatori sul mercato che impediscono qualsiasi comparazione. La figura 1 riporta un esempio di Score assegnati alla stessa società da due diverse agenzie.

Le metriche basate su “classi” di punteggio (alfabetiche, percentuali o assolute) esprimono la corrispondenza del punteggio a un range predefinito. Nell'ambito del Rating creditizio o finanziario la prassi della rappresentazione alfabetica è consolidata e riconosciuta dal mercato.

La rappresentazione del giudizio in “classi” presenta il vantaggio di essere semplice e intuitiva.

Per contro uno score espresso in una scala di punteggio non sufficientemente fine, non consente al soggetto valutato di avere un indicatore utile non solo per rilevare il livello di qualità raggiunto a un determinato istante di tempo dal proprio sistema di Governance ma, soprattutto, per misurare nel tempo l'efficacia delle azioni di miglioramento intraprese.

Sotto questo profilo anche gli Score espressi in forma “percentuale” o “numerica” su scale troppo ristrette sono poco efficaci per confrontare nel tempo le misure.

L'esperienza maturata a livello internazionale nella misurazione del livello di eccellenza del sistema manageriale ha mostrato la superiore efficacia di una scala ordinale più ampia

(per esempio da 0 a 1000 punti)<sup>(12)</sup> al fine di misurare lo stato del sistema a un determinato istante di tempo e di monitorarne il miglioramento nel tempo.

### Il processo di attribuzione dello Score

Lo score presenta, per il soggetto valutato, due valenze fondamentali:

a - *la valenza "esterna"*: ossia l'uso del giudizio quantitativo su elementi qualitativi (il sistema di Governance) nei rapporti con gli Stakeholder;

b - *la valenza "interna"*: ossia l'uso dello Score per fini interni di autovalutazione (identificazione di punti di forza e di aree di miglioramento) e di misurazione del miglioramento.

Per questi scopi anche l'approccio al processo di valutazione merita alcune riflessioni.

In primo luogo occorre definire gli "input" del processo di valutazione.

Molti sistemi utilizzano input di tipo "si-no-non rivelati".

Si tratta di un approccio meccanicistico che rischia di ridurre l'efficacia della valutazione.

Per esempio in un processo di assegnazione meccanica dello Score può succedere che un determinato elemento (es.: l'assenza di una *poison pill* o di misura *anti takeover*) sia valutato allo stesso modo in un'impresa in cui è presente un azionista di controllo (in tal caso l'assenza di una misura difensiva non costituisce un merito in quanto è ininfluente) e in un'impresa in cui non esiste tale figura (in tal caso l'assenza di misure *antitakeover* costituisce un merito).

Alcuni sistemi di Scoring utilizzano prevalentemente, come Input del processo di valutazione, i documenti (organigrammi, composizione del Board, procedure, ecc.) forniti dall'azienda. Non sempre i "documenti" forniscono una fedele rappresentazione del reale sistema di Corporate Governance: Enron disponeva di un lussuoso apparato di comunicazione per gli investitori in cui spiccavano Codici Etici formalmente ineccepibili, procedure controllate di comunicazione al mercato e via dicendo ma i fatti hanno dimostrato come questi documenti non fossero applicati.

Inoltre, la valutazione, su base documentale fornita dall'azienda, di elementi quali "il livello di coinvolgimento dei membri del Board nella formulazione di politiche e strategie" oppure nel "riesame del profilo di rischio aziendale" è alquanto pericolosa.

L'analisi documentale è una fase del processo strettamente necessaria ma non sufficiente.

Occorre integrare l'analisi documentale con le informazioni raccolte attraverso interviste mirate rivolte a persone chiave degli organi di Governance (al Presidente, ai membri del Board, agli amministratori indipendenti, ecc.) in occasione di una *Site Visit*. Solo la verifica sul campo delle informazioni documentali at-

traverso le interviste e l'analisi di documenti non pubblici (es.: verbali di delibere, patti parasociali, ecc.) consente di accertare il reale funzionamento del sistema di Governance ed effettuare una valutazione sulla "practice".

Pertanto il processo di valutazione deve necessariamente prevedere due fasi:

a - *l'autovalutazione* (durante la quale il soggetto da valutare predispone e organizza una base documentale da mettere a disposizione del valutatore)

b - *la site visit* (durante la quale sono accertate le informazioni documentali fornite dall'azienda e quelle che sfuggono a qualsiasi possibilità di rappresentazione formale).

Questo approccio al processo richiede alcuni requisiti fondamentali.

Innanzitutto è necessaria la volontà e la disponibilità dell'azienda a sottoporsi a un processo di valutazione rigoroso (previa ovviamente la garanzia di riservatezza sulle informazioni rivelate). In secondo luogo, poiché il modello di valutazione non si basa su schemi rigidi, il processo prevede l'affidamento di un ruolo attivo al valutatore (in occasione della *Site Visit*) che introduce un elemento critico: la possibile soggettività della valutazione.

Le modalità per ridurre il rischio della soggettività del giudizio sono diverse<sup>(13)</sup> tra cui:

a - una definizione rigorosa delle logiche e delle metriche di valutazione;

b - un'elevata ingegnerizzazione della documentazione da produrre prima della valutazione

c - un rigoroso processo di qualificazione e di calibrazione continua degli Assessor

d - l'affidamento della valutazione a Team composti da un numero di Assessor adeguato

e - una rigorosa pianificazione della *Site Visit* in base all'analisi documentale;

f - l'inserimento, nel processo di valutazione, di due momenti di "consenso" sul giudizio formulato a livello individuale dai membri del Team (prima e dopo la *Site Visit*).

*Il processo di valutazione deve prevedere due fasi (analisi documentale e Site Visit), deve includere il giudizio "caso per caso" da parte di Assessor e deve assicurare le condizioni per ridurre il rischio di giudizio soggettivo da parte dei singoli Assessor.*

(12) In questo caso è utile l'esperienza maturata in ambito EFQM (European Foundation for Quality Management) che utilizza una metrica "ordinale su una scala da 0 a 1000 punti" nella misurazione del livello di eccellenza raggiunto rispetto a un Modello di Business Excellence.

(13) Queste soluzioni derivano dall'esperienza pluriennale di valutazione di sistemi organizzativi complessi maturate nell'ambito di iniziative quali i diversi Premi per l'Eccellenza del sistema manageriale

## A chi serve la valutazione della Corporate Governance?

La valutazione del sistema di Corporate Governance soddisfa il bisogno espresso da soggetti quali investitori istituzionali e regolatori del mercato dei capitali per acquisire un quadro informativo più completo su un'azienda da ammettere a un mercato "aperto" dei capitali.

Sotto questo profilo l'Italia non sembra essere un paese particolarmente ricettivo per uno strumento come lo Scoring di Governance.

I fattori che sembrano scoraggiare la diffusione di questo strumento sono diversi tra cui lo scarso peso degli investitori istituzionali, il basso livello di *shareholders activism* da parte di investitori professionali (basti pensare a quanti sindaci di minoranza sono stati eletti nei collegi sindacali nonostante le previsioni statutarie), il limitato numero di imprese che decidono di quotarsi in borsa, la scarsa propensione a rivelare dati riservati.

Tuttavia alcune tendenze sembrano muovere in senso opposto.

In primo luogo per tutti i tipi di società (quotate e non, di capitali e non) crescono le responsabilità assegnate per legge agli Amministratori. Questo aspetto stimola tutti coloro che desiderano entrare "con coscienza" in un Consiglio di Amministrazione, ad accertare prima, e a monitorare poi, l'affidabilità del sistema di regole e processi di governance per evitare di essere coinvolti *ob torto collo* in azioni di responsabilità intentate da terzi.

In secondo luogo cresce l'attenzione esercitata sugli azionisti di controllo e sul management delle imprese da parte di gruppi di *Shareholder* di minoranza o di altri *Stakeholder*.

In terzo luogo cresce la richiesta di maggiore trasparenza e affidabilità sui processi di Governance proveniente da tutti coloro i quali sono chiamati dalle imprese a mettere a disposizione capitali (di rischio o di debito).

Per tutti questi motivi cresce il bisogno di sottoporre il sistema di Governance a una valutazione periodica sullo stato di conformità alle norme e sulla sua capacità di contribuire alla creazione del valore ripagando così il costo per il suo mantenimento.

## Conclusioni

Come ogni altro ambito organizzativo d'impresa cresce il bisogno di "misurare" l'efficacia delle attività svolte dal sistema di Corporate Governance.

Poiché le Best Practice di Corporate Governance non sono riconducibili a standard normativi è necessario sviluppare dei Modelli in base su cui costruire una valutazione.

La scelta dei modelli è condizionata in modo rilevante dal-

la scelta effettuata "ex ante" relativa al paradigma prevalente da cui si considera l'impresa. Lo *Stakeholder Value* è il paradigma su cui stanno convergendo molti approcci teorici e empirici in quanto valuta la capacità dell'impresa di creare valore conciliando, in una prospettiva di medio lungo termine, la soddisfazione degli *Shareholder* con quella degli *Stakeholder*.

Alla scelta della prospettiva paradigmatica seguono alcune decisioni chiave per sviluppare un efficace schema di valutazione tra cui:

a - la definizione di un Modello generale di riferimento che consideri tutti i sottosistemi rilevanti del sistema di Corporate Governance e la loro relazione con i risultati (non si tratta dei risultati aziendali ma dei risultati relativi all'efficacia dei processi caratteristici del sistema di Governance rispetto alle esigenze interne e rispetto alle Best Practice;

b - la definizione dei pesi relativi dei diversi criteri (che raggruppano più elementi di valutazione) deve essere definita "ex ante";

c - la definizione di una metrica strutturata;

d - la pianificazione di un processo di valutazione rigoroso che preveda un'attività di analisi documentale e una attività di Site Visit condotta da Assessor qualificati.

La maggior parte dei servizi di rating proposti dai diversi attori presenti sul mercato non presentano caratteristiche di rigore e di trasparenza (nei modelli, nelle metriche e nei processi di valutazione) tali da consentire una diffusione significativa di questo servizio.

Il superamento delle attuali diffidenze e la soddisfazione dei bisogni emergenti avverrà non appena saranno risolti i problemi legati alla condivisione dei Modelli, alla comparabilità delle metriche e, soprattutto, all'affidabilità dei processi di valutazione.

Quando questo accadrà la valutazione di terza parte indipendente del sistema di Corporate Governance potrà costituire concretamente un elemento di trasparenza e di fiducia per i mercati finanziari e per i risparmiatori e uno strumento utile alle imprese per migliorare i propri processi di Governance allo stesso modo di quanto oggi accade per gli altri sottosistemi organizzativi.

Ma l'Italia non può attendere l'affermazione di soggetti che offrono servizi utilizzando Modelli non adeguati al nostro ordinamento in materia societaria e alla struttura diffusa delle nostre imprese (proprietà concentrata di carattere familiare).

Per questo motivo cresce l'esigenza di promuovere la costituzione di operatori nazionali in grado di offrire un servizio di valutazione di terza parte indipendente che colleghi la valutazione del livello di eccellenza del sistema manageriale con quella della Corporate Governance.