



*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra di Diritto Societario*

*IL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO E IL GOVERNO DEL RISCHIO NEGLI  
EMITTENTI QUOTATI*

RELATORE

*Prof. Chiappetta Francesco*

CANDIDATO

*Luca De Rossi*

CORRELATORE

*Prof. Blandini Antonio*

MATRICOLA

*659431*

ANNO ACCADEMICO 2014/2015

# SOMMARIO

|  |  |
|--|--|
| INTRODUZIONE .....   |  |
| CAPITOLO UNO: IL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO NELL' ATTUALE QUADRO<br>NORMATIVO INTERNAZIONALE E NAZIONALE .....   |  |
| 1.1. Il quadro internazionale ed europeo .....   |  |
| 1.1.1. The Corporate Governance Principles, OECD .....   |  |
| 1.1.2. The corporate Governance Principles, ICGN .....   |  |
| 1.1.3. Il Serbanes-Oxley Act .....   |  |
| 1.1.4. Le linee di azione della Commissione Europea per modernizzare il diritto delle società e<br>rafforzare il governo societario nell'Unione europea..... |  |
| 1.1.5. La direttiva Shareholders' right .....  |  |
| 1.2. Il quadro nazionale .....   |  |
| 1.2.1. Evoluzione normativa e disciplina civilistica .....   |  |
| 1.2.2. Il D.Lgs. n. 58/1998 ovvero T.U.F. ....   |  |
| 1.2.3. Il D.Lgs 231/2001 .....   |  |
| 1.2.4. Il Codice di Autodisciplina delle Società quotate.....  |  |
| CAPITOLO DUE: GLI ATTORI DEL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO .....  |  |
| 2.1. Il Consiglio di Amministrazione .....   |  |
| 2.1.1. Le funzioni del CdA: il ruolo di vertice nel sistema di controllo interno.....  |  |
| 2.1.2. I flussi informativi endoconsiliari.....  |  |
| 2.1.3. Il Comitato Controllo e Rischi.....   |  |
| 2.1.4. Gli amministratori indipendenti.....  |  |
| 2.1.5. L' Amministratore incaricato del sistema di controllo interno.....  |  |
| 2.2. Il Collegio Sindacale .....   |  |
| 2.2.1. Profili generali .....  |  |
| 2.2.2. I compiti e i doveri.....   |  |
| 2.2.3. I poteri dei sindaci in generale.....   |  |
| 2.2.4. I poteri dei sindaci nelle società quotate.....   |  |
| 2.2.5. I flussi informativi .....  |  |
| 2.3. Il dirigente preposto alle scritture contabili .....  |  |
| 2.3.1. I compiti del dirigente preposto: dichiarazione scritta ed attestazione.....  |  |
| 2.4. La funzione Internal Audit ed il RIA.....   |  |
| 2.5. L' Organismo di Vigilanza ex D.Lgs. 231/2001 .....  |  |
| 2.6. La società di revisione .....   |  |
| 2.6.1. I compiti della società di revisione: il giudizio sul bilancio .....  |  |

|   |  |
|---|--|
| CAPITOLO 3: IL GOVERNO DEL RISCHIO .....  |  |
| 3.1. Il rischio aziendale: alcune classificazioni .....   |  |
| 3.2. Dal rischio finanziario all' <i>Enterprise Risk Management</i> .....   |  |
| 3.2.1. L'evoluzione del concetto di rischio.....  |  |
| 3.2.2. L'evoluzione dei modelli istituzionali di gestione del rischio.....  |  |
| 3.2.3. L' <i>Enterprise Risk Management</i> : tratti generali .....   |  |
| 3.3. Il COSO ERM framework.....   |  |
| 3.3.1. Le componenti del <i>framework</i> .....   |  |
| 3.4. La struttura di governo ed il rischio.....   |  |
| 3.4.1. Il rapporto tra il rischio ed il sistema di controllo interno .....  |  |
| 3.4.2. Il <i>risk oversight</i> a cura del CdA.....   |  |
| 3.4.3. I presidi di controllo del rischio.....  |  |
| 3.5. La <i>risk disclosure</i> .....  |  |
| 3.5.1. La <i>risk disclosure</i> secondo l'ICGN .....   |  |
| CAPITOLO 4: I LIMITI DELL' ATTUALE ASSETTO DEI CONTROLLI.....   |  |
| 4.1. L'incompiuto processo di riforma delle società di capitali .....   |  |
| 4.1.1. Il mancato raggiungimento degli obiettivi del D.Lgs. 6/2003 in relazione alla diffusione dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo..... |  |
| 4.1.2. Breve confronto tra dualistico e tradizionale.....   |  |
| 4.1.3. Breve confronto tra monistico e tradizionale.....  |  |
| 4.2. La sovrapposizione degli attori del controllo .....  |  |
| 4.2.1. La sovrapposizione in merito all'assetto amministrativo contabile.....   |  |
| 4.2.2. La sovrapposizione tra Collegio Sindacale e Organismo di Vigilanza.....  |  |
| 4.2.3. La sovrapposizione tra Comitato Controllo e Rischi e Collegio Sindacale: un problema superato?   |  |
| 4.3. Dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria.....   |  |
| 4.3.1. La mancanza di norme primarie in materia di funzioni e competenze del CdA della società quotata .....  |  |
| 4.3.2. Gli amministratori indipendenti: una panacea contro tutti i mali? .....  |  |
| 4.4. La necessità di snellimento e il conseguente riordino dei ruoli e delle competenze .....   |  |
| 4.4.1. La confusione metodologica in materia di controlli e di impresa.....   |  |
| 4.4.2. Alcune proposte di riforma.....  |  |
| CONCLUSIONI.....  |  |
| BIBLIOGRAFIA.....   |  |
| SITOGRAFIA .....  |  |
| INDICE DELLE FIGURE .....   |  |

## INTRODUZIONE

Il presente elaborato si prefigge di analizzare il Sistema di Controllo Interno e di Gestione del Rischio nelle società quotate, alla luce delle norme nazionali, ma anche delle *best practices* internazionali. Il tema dei controlli è di fondamentale importanza per la *corporate governance*: letteralmente definibile come “governo dell’impresa societaria”, è in realtà associata ad una pluralità di nozioni, ciascuna delle quali riflette una specifica impostazione. Il presente elaborato ha l’ambizione di far propria un’ampia definizione di *corporate governance*, che tenga adeguatamente in considerazione i diversi interessi che convergono verso l’impresa, ma anche il fatto che un efficace governo societario non possa essere raggiunto soltanto attraverso il rispetto di leggi e regolamenti, ma piuttosto mediante il rispetto di principi morali, etici e di condotta professionale. La complessità e la mancanza di una definizione univoca sono elementi rinvenibili anche nel tema dei controlli. Allo stato attuale delle cose, il legislatore, nonostante sia intervenuto a più riprese sul tema, ha omesso di fornire una definizione specifica ed organica del sistema dei controlli interni. Essa è tuttavia rinvenibile nell’ambito dell’autoregolamentazione, e più precisamente nel Codice di Autodisciplina delle Società quotate, in cui viene identificato come “*l’insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire l’identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi. Tale sistema è integrato nei più generali assetti organizzativi e di governo societario adottati dall’emittente e tiene in adeguata considerazione i modelli di riferimento e le best practices esistenti in ambito nazionale e internazionale.*” Sebbene la prassi economica sia sfociata in tale formalizzazione, dal punto di vista giuridico permangono alcuni problemi ed ambiti di sovrapposizione che impediscono di soddisfare l’esigenza di sistematicità avvertita dagli operatori economici. Essi sono dovuti ad una stratificazione normativa che ha sancito, a seconda dei casi, la nascita, la formalizzazione o la rimodulazione di presidi di controllo. Il proliferare di istanze coinvolte a vario titolo in quello che è stato definito come il reticolo dei controlli, ha determinato competenze fra loro concorrenti che rischiano di incidere negativamente sulla sfera della responsabilità: uno svuotamento dettato dalla difficoltà di stabilire il ruolo preciso dei soggetti chiamati a vario titolo a vigilare sull’impresa. I numerosi interventi normativi, dettati da una logica emergenziale priva di una visione d’insieme, hanno delineato un quadro giuridico articolato e complesso, in cui la ricerca di un filo logico interpretativo è compito assai arduo. In molti sostengono che sia ormai maturo il tempo affinché venga riformata l’intera disciplina, perseguendo gli obiettivi di semplificazione e razionalizzazione, senza con questo voler far venire meno la stabilità delle organizzazioni e di riflesso del sistema paese, ma al contrario aumentarne l’efficienza e la comparabilità rispetto alle principali economie sviluppate.

## CAPITOLO UNO: IL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO NELL'ATTUALE QUADRO NORMATIVO INTERNAZIONALE E NAZIONALE

Sulla evoluzione in materia di controlli societari e più in generale sulla *corporate governance* hanno giocato un ruolo fondamentale i numerosi e ripetuti scandali finanziari manifestatisi nei primi anni '90 e 2000. Questi hanno messo a dura prova la fiducia dei risparmiatori, coinvolgendo imprese in tutto il mondo: nel 1991 Maxwell Pensions, nel 1992 Bank of Credit and Commerce International (BCCI), nel 2002 Enron e WorldCom. Se osserviamo gli interventi dei *regulators* e degli *standard setter* non possiamo non capacitarci della tempistica degli interventi con cui hanno tentato di dare risposte ai problemi che via via si sono manifestati. Accanto agli interventi legislativi, vi è stata un'ampia produzione di raccomandazioni, rapporti e codici di autodisciplina. Sono, questi ultimi, atti di autoregolamentazione, vale a dire portatori di discipline le quali, pur non avendo forza di legge (salvo che dalla stessa siano espressamente richiamate), sono tuttavia idonei ad incidere sul comportamento delle società nella misura in cui vengono volontariamente adottate dalle stesse e dunque costituiscono, nel tempo, le migliori prassi diffuse. Nei diversi codici di autodisciplina non si fa riferimento alla stessa definizione di *corporate governance*, a testimonianza delle peculiarità dei diversi paesi in termini di approccio al tema e alle sue problematiche, derivante a sua volta dalle diversità di orientamento dei rispettivi sistemi economico-finanziari. Diversità riassumibili dai due modelli di capitalismo ovvero l'*outsider system* (USA e UK) e l'*insider system* (Germania-Giappone) a cui è riconducibile anche il nostro paese. La notevole accelerazione del processo di globalizzazione che ha segnato l'economia negli ultimi decenni, si è tradotta in una crescente interdipendenza delle economie e dei capitalismi nazionali. Le imprese ed i Paesi sono stati spinti verso un processo di integrazione e interdipendenza sistemica, soprattutto in termini finanziari. In questo scenario emerge l'esigenza di far fronte alle diversità dei mercati da servire e dei sistemi economici e giuridici in cui operare. Ciò non significa l'obbligo di ricercare un unico modello di governo societario che prescindendo dal sistema di regole e comportamenti propri dall'ordinamento giuridico e dal contesto economico del paese di provenienza dell'impresa. Si tratta di adottare sistemi di *governance* basati su alcuni principi di base, universalmente accettati, al fine di contemperare e di soddisfare gli interessi di tutti i soggetti/istituzioni interessati. Sono questi gli obiettivi alla base de *I principi di Governo Societario* emanati dall'OCSE. Recentemente rivisti alla luce del mutato scenario economico globale, sono stati ufficialmente promossi e sostenuti anche dal G20. Essi rappresentano uno strumento di analisi comparativa internazionale per i responsabili dell'elaborazione delle politiche economiche, per gli investitori, per le società e per le altre parti interessate e non intendono fornire risposte univoche alle diversità strutturali e culturali che nonostante le interrelazioni continuano a caratterizzare i diversi

paesi, quanto piuttosto indirizzare *regulators* e autorità nazionali ad operare in modo quanto più coordinato e integrato. L'Unione Europea non è dotata, in tema di *soft law*, di un codice europeo di *corporate governance*. La scelta della Commissione nei confronti del tema discende dalla posizione espressa nel 2002 dall'*High Level Group* nel proprio "*Report of the High Level Group on Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*". In questo documento il gruppo di esperti di diritto societario solleva dubbi in merito all'utilità di norme di carattere comunitario volte ad armonizzare i singoli codici nazionali. Si sostiene che un'eventuale regolamentazione europea avrebbe dovuto prevedere un numero elevato di disposizioni alternative, tante quante sono i diversi sistemi giuridici nazionali. Per questo motivo l'*High Level Group* ha esortato la Commissione Europea a non elaborare un codice europeo sul governo societario, lasciando ad essa piuttosto l'importante ruolo di coordinare i codici nazionali, mediante l'utilizzo delle raccomandazioni. Essa ha invece emanato numerose ed importanti direttive che hanno inciso sul governo societario, come ad esempio la direttiva *Shareholder's right* e la "nuova" VIII direttiva sulla revisione legale dei conti che ne ha armonizzato la disciplina nell'intera unione. Il tessuto imprenditoriale italiano è da sempre caratterizzato da imprese di dimensione medio piccola a controllo familiare e da un numero ridotto di grandi imprese. Ciò ha fatto sì che il mercato dei capitali fosse poco sviluppato e che vi fosse un esiguo interesse per il governo societario. A partire dai primi anni novanta, abbiamo assistito ad un'inversione di tendenza: il legislatore, le autorità di vigilanza e gli accademici anche grazie alla spinta proveniente dalla globalizzazione dei mercati finanziari, hanno cominciato a porre una maggiore attenzione sul tema. Così sono state via via emanate una serie di norme e di regolamenti che hanno contribuito a creare un sistema di *governance* italiano. Ci riferiamo in particolare al d.lgs. n. 385/1993 (T.U.B.), alla legge n. 332/1994 in tema di privatizzazioni, al D.lgs. n. 58/1998 (T.U.F), alla riforma del diritto societario attuata con il D.Lgs. n. 6/2003, all'adozione del c.d. Codice Preda, meglio conosciuto come Codice di Autodisciplina delle Società quotate e, da ultimo, alle disposizioni per la tutela del risparmio e per la disciplina dei mercati finanziari, di cui alla legge n.262/2005. Il sistema dei controlli delle società quotate delineatosi a seguito dei numerosi interventi legislativi è caratterizzato dalla presenza di una pluralità di organismi e funzioni che convivono in modo non sempre coerente e generano spesso appesantimenti organizzativi e funzionali. La stratificazione degli interventi legislativi che sono stati spesso innescati da scandali finanziari ha generato delle inefficienze tali per cui l'attuale assetto dei controlli è considerato da molti eccessivamente oneroso e una semplificazione appare doverosa e utile. La semplificazione deve però essere intesa come una razionalizzazione del complesso delle strutture e dei meccanismi di controllo: essa non mira infatti ad un mero alleggerimento di oneri ma piuttosto ad aumentare l'efficacia e la coerenza del sistema dei controlli.

## CAPITOLO DUE: GLI ATTORI DEL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO

Il successo di un'azienda è fortemente influenzato dai suoi meccanismi di *governance*. Per scongiurare comportamenti fuori controllo, il legislatore ha progressivamente individuato una serie di organismi posti a presidio di particolari aree, funzioni ed attività in cui è concreto il rischio che si manifestino comportamenti contrari ai principi di corretta amministrazione. Fra di essi, il principale organo di governo e al tempo stesso di controllo è il Consiglio di Amministrazione. Una simile affermazione non è un ossimoro: a seguito della riforma del diritto societario del 2003, amministrazione e controllo non costituiscono più due funzioni tra loro nettamente distinguibili ma rappresentano piuttosto due versanti di un unico sistema. Ciò si verifica in special modo nelle imprese di grandi dimensioni come quelle quotate, dove è evidente l'evoluzione funzionale del *board*, il quale passa dall'amministrazione *day by day* per orientarsi verso compiti di sovrintendenza sulla struttura organizzativa e di definizione delle linee strategiche. Le disposizioni normative in merito al CdA sono rinvenibili quasi esclusivamente all'interno del codice civile: ciò significa che il funzionamento dell'organo di una grande impresa quotata non diverge da quello di una comune società per azioni. La scelta di non individuare specifiche disposizioni all'interno del T.U.F. in merito all'articolazione interna, al funzionamento, alle deleghe consiliari e alla circolazione delle informazioni all'interno del CdA delle società quotate è ascrivibile più che ad uno scarso interesse per la materia da parte del legislatore, alla volontà di rifuggire da scelte rigide e predeterminate. E' l'autoregolamentazione che sopperisce a tale mancanza, dettando specifiche indicazioni propedeutiche al corretto funzionamento del Consiglio. Sebbene gli amministratori svolgano un'attività di monitoraggio, la loro azione necessita di essere sottoposta ad attività di verifica senza soluzione di continuità, per evitare che essi possano in qualche modo danneggiare il patrimonio sociale. All'interno del sistema di amministrazione e controllo più diffuso nelle società italiane c.d. tradizionale, tale attività di verifica e vigilanza è svolta da parte del Collegio Sindacale, il quale rappresenta l'organo di vertice dell'articolato sistema dei controlli aziendali. Una compiuta descrizione delle funzioni di controllo e di vigilanza è rinvenibile nell'articolo 2403 del codice civile, rubricato "Doveri del Collegio Sindacale", secondo il quale esso: *vigila sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento*. Il legislatore è intervenuto a più riprese nei confronti dell'organo di controllo con l'obiettivo di riordinare l'ampio e mal definito insieme di compiti di cui era destinatario, Il primo intervento degno di nota è la legge n.216/1974, la quale ha sancito la separazione tra controllo contabile e controllo di legalità nelle società quotate. Tuttavia abbiamo dovuto attendere l'introduzione del T.U.F. nel 1998 affinché si

realizzasse la definitiva separazione tra le due attività: il controllo contabile spetta ora in via esclusiva alla società di revisione mentre è stata valorizzata la funzione di sorveglianza sulla gestione da parte dei sindaci. Non si tratta di un intervento isolato, bensì, si inserisce nel più ampio progetto del legislatore di ridefinire ed ammodernare il sistema dei controlli sulla gestione degli emittenti quotati. All'interno di questo nuovo scenario, il Collegio Sindacale ha ricevuto un'autonoma disciplina all'interno del T.U.F., che dal punto di vista sistematico, ha affiancato ai doveri previsti dall'articolo 149, i poteri dell'articolo 151. Ulteriori tasselli al sistema dei controlli sono stati aggiunti dalla L. n.262/2005: all'interno di un ampio ventaglio di misure dirette a rafforzare l'attendibilità dell'informazione di natura finanziaria, spicca il riconoscimento giuridico formale della figura del dirigente preposto alle scritture contabili, ovvero del vertice della struttura amministrativo-contabile della società. Mediante tale provvedimento, il legislatore ha imposto agli emittenti una struttura di *governance* che coinvolge l'intera filiera del dato contabile. Il dirigente preposto è infatti tenuto a predisporre adeguate procedure amministrative e contabili per la formazione del bilancio di esercizio e, ove previsto, del bilancio consolidato nonché di ogni altra comunicazione di carattere finanziario, che al momento della diffusione al pubblico devono essere accompagnati da una dichiarazione scritta che ne attesti la corrispondenza alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili. Le *best practice* internazionali raccomandano, ai fini di una corretta implementazione del sistema di controllo interno, l'identificazione di tre linee di controllo, al cui vertice si posiziona l'Internal Audit. Essa costituisce un'attività indipendente ed obiettiva di *assurance* e consulenza, finalizzata al miglioramento dell'efficacia e dell'efficienza dell'organizzazione. Assiste l'organizzazione nel perseguimento dei propri obiettivi valutando e migliorando i processi di controllo, di gestione dei rischi e di *corporate governance*. L'articolo 6 del D.Lgs. 231/2001 sulla responsabilità amministrativa dell'ente prevede che l'impresa possa esimersi dalle responsabilità conseguenti la commissione di reati a condizione che l'organo dirigente abbia affidato il compito di vigilare sul funzionamento e l'osservanza del modello organizzativo ad un organismo dotato di autonomi poteri di iniziativa e controllo: l'organismo di Vigilanza ex. 231/2001. Tale organo, dotato di una collocazione specifica nell'architettura dei controlli, è stato oggetto di numerose critiche, considerato come un'entità estranea all'impresa, non armonizzato con la collocazione ed i compiti che spettano agli organi societari in senso stretto. Tuttavia grazie alla legge di stabilità del 2012 è ora possibile attribuirne le competenze direttamente all'organo di controllo societario, alleggerendo la struttura dei controlli. Infine il revisore legale dei conti, che nella fattispecie delle società quotate coincide con la società di revisione, non è un organo sociale, ma un soggetto esterno che presta la propria attività professionale. Tale attività di revisione si sostanzia in una serie di compiti finalizzati al rilascio di un giudizio professionale sul bilancio di esercizio dell'impresa.

## CAPITOLO TRE: IL GOVERNO DEL RISCHIO

La capacità di identificare, valutare e gestire i rischi è da sempre alla base del successo aziendale: il governo del rischio è per definizione un tratto distintivo dell'azione imprenditoriale e una componente irrinunciabile e fondamentale del *management*. Possiamo dunque affermare che la capacità di gestire in maniera adeguata le differenti forme di rischio che investono l'attività è la chiave per il successo dell'impresa. Tutte le aziende si trovano ad affrontare eventi incerti e la sfida del *management* è quella di determinare il *quantum* di incertezza compatibile con la generazione di valore, ovvero il cosiddetto *risk appetite*. La combinazione di fattori quali l'elevata volatilità finanziaria, il rapido cambiamento tecnologico e l'impatto delle forze della globalizzazione si sono tradotti in un cambiamento radicale dello scenario competitivo, innalzandone la rischiosità complessiva. In tale contesto il *risk management* vede enfatizzare il proprio ruolo e diventare un elemento critico di successo per ridurre le incertezze e generare valore aggiunto. Un approccio integrato al rischio come quello su cui si basa l'*Enterprise Risk Management* permette all'impresa di affrontare efficacemente le incertezze, i rischi e le opportunità ad essi connesse. Il *management* massimizza il valore quando formula strategie e obiettivi che permettono di realizzare l'ottimale equilibrio tra crescita, redditività e rischio, il tutto attraverso un efficace ed efficiente impiego delle risorse aziendali. La tecnica dell'*Enterprise Risk Management* adotta una prospettiva più ampia rispetto al passato, che integra e coordina la gestione del rischio in tutta l'impresa. Questa tecnica è basata su una struttura gestionale che permette di trattare in modo efficace i rischi e le opportunità associate all'incertezza, con l'obiettivo finale di aumentare e proteggere il valore dell'impresa. L'*ERM* ridefinisce la proposizione di valore del *risk management* elevando il *focus* dalla tattica alla strategia. Ogni organizzazione deve assicurarsi che l'attività di *ERM* non si traduca in un esercizio di *compliance*, ma che diventi parte integrante del sistema di gestione ed una componente essenziale del processo decisionale. Partendo da questa considerazione, l'azienda può contare su uno strumento proattivo che le permette di aumentare la probabilità di raggiungere i propri obiettivi. L'*Enterprise Risk Management* è stato definito dalla *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* come: "... un processo posto in essere dal Consiglio di Amministrazione, dal management e da altri operatori della struttura aziendale; utilizzato per la formulazione delle strategie in tutta l'organizzazione; progettato per individuare eventi potenziali che possono influire sull'attività aziendale, per gestire il rischio entro i limiti del rischio accettabile e per fornire una ragionevole sicurezza sul conseguimento degli obiettivi aziendali". La definizione è intenzionalmente estensiva e racchiude i concetti chiave, fondamentali per suggerire alle aziende il modo in cui gestire il rischio. Dalla sua analisi emergono i tratti salienti dell'*Enterprise Risk Management*, sintomatici del nuovo paradigma del governo del rischio. In

particolare, l'*ERM* è: i) un processo *on going* svolto senza soluzione di continuità; ii) un processo che interessa tutto il personale; iii) utilizzato in tutta l'organizzazione, ad ogni livello ed unità della struttura; iv) utilizzato anche per formulare strategie; v) progettato per identificare eventi potenziali e per gestire il rischio entro limiti accettabili; iv) in grado di fornire una ragionevole certezza circa la capacità dell'impresa di raggiungere i propri obiettivi. I criteri basilari dell'*ERM* sono applicabili in tutte le organizzazioni, a prescindere dalla loro natura. La tecnica di governo del rischio è focalizzata direttamente sul raggiungimento degli obiettivi organizzativi che rientrano in diverse categorie individuando inoltre alcuni criteri per valutare l'efficacia del processo. Tutto ciò è sintetizzato dal COSO *ERM framework*, il punto di riferimento a livello internazionale per il governo sistemico del rischio d'impresa. L'affermazione di un modello di gestione del rischio basato su un approccio integrato e su una logica di tipo *top down* in cui il *board* svolge un'attività di *risk oversight* ed è il principale promotore di una cultura aziendale di cui il rischio è parte integrante, è anche dovuta all'evoluzione del concetto di rischio, precedentemente limitato alla sola sfera finanziaria dell'impresa. L'assetto organizzativo non è rimasto immune ad un simile cambiamento culturale e di approccio. All'interno delle imprese si sono sviluppati sistemi di controllo interno che attraversano l'intera organizzazione, figure come il *Chief Risk Officer*, funzioni come il *risk management* e la *compliance*, ma anche specifici comitati all'interno dell'organo di governo con l'obiettivo di svolgere attività istruttoria in questa tematica specifica. Le nuove prassi organizzative hanno avuto un riconoscimento giuridico formale attraverso l'emanazione di nuove e più complesse norme che per alcuni settori come quello bancario e assicurativo sono particolarmente stringenti. Nel modificare l'assetto organizzativo delle imprese sono state incisive l'autoregolamentazione e le *best practice* internazionali. Ciò nonostante, la crisi del 2008 ha evidenziato alcuni limiti di impostazione dovuti principalmente ad una generale sottostima del rischio sistemico. La società di consulenza *Boston Consulting Group* ha elaborato un decalogo di indicazioni utili al fine di poter realizzare quella integrazione del governo del rischio nel più generale assetto organizzativo dell'emittente di cui parla il Codice di Autodisciplina delle Società quotate. In particolare l'effettività e l'efficienza del governo del rischio si realizzano allorché l'impresa è in grado di assicurarsi il rispetto di alcune indicazioni: i) la gestione del rischio parte dall'alto; ii) il rischio non può essere gestito da una torre d'avorio; iii) evitare di fare cieco affidamento su scatole nere; iv) la gestione del rischio è la strategia e la strategia è gestire il rischio; v) la gestione del rischio è più di una policy, è una cultura; vi) la cultura della consapevolezza del rischio è basata su efficaci flussi informativi; vii) il dialogo e il confronto sono essenziali; viii) il governo del rischio è un processo *on-going*; ix) l'organizzazione si deve preparare a rischi sconosciuti; x) gli effetti negativi vanno evitati senza dimenticare il lato positivo del *business*.

## CAPITOLO QUATTRO: I LIMITI DELL'ATTUALE ASSETTO DEI CONTROLLI

La disciplina italiana della *governance* delle società per azioni è rimasta sostanzialmente immutata per più di sessanta anni, vale a dire dal 1942 agli anni 2003-2005. Infatti né la mini-riforma delle società realizzata mediante la L. 216/1974 né la versione originaria del T.U.F., che pur disciplinava il funzionamento del Collegio Sindacale, hanno dedicato norme relative alle funzioni e alla struttura dell'organo di gestione. La riforma Vietti (D.Lgs. 6/2003) si proponeva di rispondere a talune problematiche non più eludibili, le quali rendevano le disposizioni civilistiche inadeguate rispetto alla realtà del tessuto economico imprenditoriale del Paese. Tra i principi ispiratori della riforma possono essere annoverati: favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali; valorizzare il carattere imprenditoriale delle società e definire in modo chiaro e preciso i compiti e le responsabilità degli organi sociali; semplificare la disciplina delle società; ampliare l'autonomia statutaria e adeguare la disciplina dei modelli societari alle esigenze delle imprese; disciplinare i gruppi societari secondo i principi di trasparenza. Il codice civile nella sua formulazione originale del 1942, ha sancito un sistema di società di capitali appiattita sulla disciplina della S.p.A., monoregolamentata ma allo stesso tempo pluriuso: che si trattasse quindi di società a ristretta base sociale o sufficientemente aperta, di piccole o grandi dimensioni, la disciplina applicabile era la medesima, contraddistinta da un risicato margine di autonomia. Sul piano dei controlli il Collegio Sindacale era destinatario di un ampio e disordinato insieme di compiti e costituiva l'unico organo interno di verifica della legalità e della correttezza degli atti posti in essere da parte degli amministratori e dall'assemblea dei soci. Qualche controllo "esterno" emergeva nell'armamentario codicistico e si sostanziava nel controllo giudiziario di amministratori e sindaci ai sensi dell'ex art. 2409 c.c., ma anche nella legislazione speciale dei settori sottoposti a vigilanza prudenziale, come quello bancario e assicurativo. A più di settant'anni di distanza, il panorama si presenta molto più complesso: la disciplina ha seguito il passo dei modelli sociologici di utilizzo dell'impresa societaria, l'autonomia interna delle società ha guadagnato margini di discrezionalità cosicché oggi si può scegliere fra tre soluzioni alternative come organizzare il proprio sistema di amministrazione e controllo, ognuno dei quali caratterizzato da una differente interazione tra controllore e controllato. Tuttavia a oltre dieci anni dall'intervento di riforma gli obiettivi di semplificazione della disciplina, di ampliamento dell'autonomia privata e di adeguamento dei modelli societari alle esigenze delle imprese sono ancora ben lontani dall'essere raggiunti. Dando uno sguardo ai dati relativi al numero di imprese che hanno adottato i sistemi di amministrazione e controllo alternativi, è evidente come in Italia il loro utilizzo, a partire dall'anno di introduzione, sia stato davvero molto limitato, in special modo negli emittenti quotati, ma anche nelle società chiuse.

Questo è un problema di non poco conto per la competitività del sistema paese ma anche per la confrontabilità con gli altri sistemi economici, considerato che il *two-tier* ed il *one-tier* sono pressoché gli unici diffusi nelle economie sviluppate. L'ambito delle società quotate è stato il primo nel quale si è assistito ad una rimodulazione dei controlli, dapprima con la mini riforma del 1974 che ha decretato l'obbligatorietà della revisione contabile ad opera di un organo esterno, poi con la definitiva separazione tra controllo sulla gestione e controllo contabile sancita dal D.Lgs. 58/1998. Il legislatore del 2003 ha mancato l'occasione di ripensare più a fondo il sistema dei controlli nella S.p.A. Lo scarso approfondimento di politica legislativa inerente alla materia del controllo societario ha fatto emergere a seguito della riforma, un insieme di norme affastellate e talora anche tra loro incoerenti, le quali richiedono ampi sforzi da parte degli interpreti nel tentativo di razionalizzare il sistema e trovare un filo logico interpretativo. L'espansione del reticolo delle procedure interne e dei soggetti coinvolti nell'attività di controllo determina il pericolo di una sovrapposizione di ruoli e di una frammentazione del controllo sulla gestione, ed ignora la necessità di raggiungere un punto di equilibrio tra benefici attesi e costi per le imprese. Nel loro insieme essi vengono considerati come reticolo dei controlli, e non come un vero e proprio sistema in cui ogni controllore ha un chiaro insieme di compiti al quale corrispondono altrettante responsabilità. Se l'innesto di istanze di controllo ha come obiettivo quello di presidiare ciascuna delle aree aziendali in cui vi è il rischio che si manifestino comportamenti fraudolenti, in assenza di un adeguato coordinamento potremmo trovarci di fronte ad una situazione paradossale, ovvero ad uno svuotamento di responsabilità. Sono ormai anni che il dibattito tra studiosi ed operatori economici è concorde sulla necessità di realizzare un ripensamento sistematico della materia dei controlli per (i) eliminare le vere e proprie sovrapposizioni; (ii) disciplinare il coordinamento tra organi con funzioni condivise, ove si reputi che la coimputazione conduca a sinergie positive; (iii) disciplinare i rapporti tra organi societari e organismo di vigilanza; (iv) rendere equivalenti le istanze di controllo nei diversi modelli di *governance*. Il susseguirsi di interventi ha finito per produrre un sistema dei controlli di tipo policentrico in cui l'interazione tra i ruoli necessita di un'effettiva cooperazione interorganica per essere efficace. Alcuni passi nella direzione di un organico coordinamento sono stati mossi ad esempio nel settore bancario e assicurativo ma anche grazie al Codice di Autodisciplina, il quale suggerisce agli emittenti di individuare specifiche modalità di coordinamento tra i soggetti con funzione di controllo, al fine di massimizzare l'efficienza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Venendo al non meno impegnativo tema delle proposte di riforma, si segnala come esse, pur non essendo concordi, si propongono di ricostruire un quadro regolatorio chiaro e stabile, in grado di incidere positivamente sulla tutela dell'investimento (intesa come tutela della correttezza gestoria e non come tutela di interessi particolari) e di riflesso sul corretto funzionamento dei mercati finanziari, con positive ripercussioni sulle imprese e

sull'attrattività del sistema paese in generale. Innanzitutto si sottolineano le proposte avanzate dal gruppo di lavoro della giunta Assonime: istituito nel 2011, ha formalizzato un documento di analisi dello stato dell'arte in materia di controlli, basandosi su un'indagine condotta su un campione di società quotate e non quotate. Il primo elemento che emerge è la coesistenza di soggetti chiamati a vario titolo a partecipare al reticolo dei controlli, il che comporta un aggravio di costi non giustificato da un pari incremento di efficienza per l'impresa. Muovendo dalla considerazione di come la ricognizione dei controlli vada effettuata considerando l'importanza assunta dall'articolazione di ruoli all'interno del Consiglio di Amministrazione e di come la nozione di controllo si sia estesa all'efficienza gestionale, sono state elaborate proposte che riguardano tutti gli attori che compongono il sistema dei controlli. Anche Montalenti nei suoi numerosi lavori, si è fatto carico di avanzare proposte in tema di snellimento e razionalizzazione dei controlli, ipotizzando talune soluzioni per le società chiuse ed altre per le quotate (valide anche per i c.d. enti di interesse pubblico). Le proposte di riordino formulate dall'autore nei confronti delle società quotate oggetto di indagine dell'elaborato sono le seguenti:

- affidare la funzione di comitato per il controllo interno e la revisione legale (ai sensi dell'art. 19 del d.lgs. 39/2010) al comitato controllo e rischi anziché al Collegio Sindacale (o all'equivalente organo di vigilanza). Ciò dovrebbe avvenire per mezzo di un'apposita disposizione statutaria e risulterebbe in linea con quanto previsto dalla direttiva europea;
- limitare le competenze del dirigente preposto ai documenti contabili;
- affidare alla società di revisione il compito di verificare l'adeguatezza delle procedure necessarie alla predisposizione dei documenti finanziari;
- attribuire al preposto al controllo interno la verifica sul rispetto effettivo delle procedure amministrative e contabili, oggi assegnato invece al dirigente preposto, nell'ambito del controllo sul rispetto delle procedure interne, in senso ampio;
- prevedere che nel modello dualistico lo statuto debba obbligatoriamente stabilire le funzioni di alta direzione attribuite al consiglio di sorveglianza; introdurre l'obbligo di istituire il comitato per il controllo interno e la revisione legale.
- assegnare all'OdV poteri circoscritti alla verifica delle sole procedure relative alla prevenzione dei reati che nello specifico caso possono essere compiuti.

Certamente quelle appena elencate costituiscono delle proposte su cui ragionare, non hanno la pretesa di essere verità assoluta in un conteso in cui come non mai è forte l'esigenza di confrontarsi con il resto del mondo e di giungere ad un'armonizzazione, quanto meno all'interno dei confini europei, delle norme di diritto societario.

## CONCLUSIONI

Tanto si è scritto e tanto si continuerà a scrivere sulla *corporate governance*, sul tema dei controlli e sul rapporto con l'amministrazione, alla continua ricerca delle formule più adatte ad assicurare da un lato l'agilità necessaria all'impresa a muoversi in un contesto competitivo sempre più complesso ed articolato, e dall'altro, la tranquillità a chi investe, che le proprie risorse vengano gestite in ossequio ai principi di corretta amministrazione. Assicurare il buon funzionamento del governo dell'impresa non è nell'interesse unico degli investitori, siano essi investitori professionisti o piccoli risparmiatori: la crisi economica dalla quale ancora oggi, a distanza di otto anni, faticiamo a riprenderci, dimostra come da uno scandalo finanziario possa innescarsi un pericoloso effetto domino con conseguenze catastrofiche per l'economia mondiale. La crescente integrazione dei mercati finanziari unita alla sempre più veloce propagazione della crisi verso l'economia reale, rende le economie dei diversi paesi e di riflesso le vite delle persone sempre più connesse. All'interno dei confini europei il fenomeno della convergenza delle norme giuridiche in materia di governo societario stenta a prevalere rispetto agli interessi dei singoli Paesi, ciò nonostante le numerose direttive susseguitesi nel corso degli ultimi anni. Se vogliamo quindi cercare un campo in cui la convergenza si manifesta con maggiore intensità dobbiamo spostarci sul terreno dell'autoregolamentazione. Sebbene almeno sul piano della *self regulation* si siano affermati dei principi comuni, dei comportamenti ritenuti universalmente propedeutici al miglioramento del governo societario, difficilmente assisteremo - almeno nel breve termine- all'affermazione di un modello di *corporate governance* rispetto ad un altro: le diversità culturali, sociali ed economiche esercitano ancora forti pressioni sulle strutture giuridiche che allontanano la convergenza formale. Certamente non esiste una soluzione organizzativa universalmente valida per governare efficacemente l'impresa. Ogni entità deve calibrare il proprio apparato di governo e di controllo in funzione delle proprie necessità, dei valori su cui è basata e del contesto in cui opera. Sono gli obiettivi a fungere da denominatore comune tra le diverse imprese: correttezza, trasparenza, sana e prudente gestione. Così come un valido assetto di governo non rimane tale nel corso del tempo. Si tratta di un processo *on-going*, un continuo aggiustamento causato dalla dinamicità del contesto competitivo ma anche dalla sperimentazione di nuove soluzioni. In merito al contesto che più ci riguarda, ovvero quello del nostro paese, le moltissime regole analizzate sono dai più considerate dubbiamente a valle di un sistema e richiedono un forte sforzo interpretativo per riordinare l'intero quadro di istituti che regolano il controllo dell'impresa. In un sistema non privo di sovrapposizioni e fortemente complesso come quello italiano, ipotizzare un processo di semplificazione è un compito davvero molto difficile. La strada più percorribile sembra essere quella dei piccoli passi, del graduale aggiustamento, non certo quella delle

rivoluzioni copernicane. Alle resistenze al cambiamento si aggiunge la difficoltà di individuare in organizzazioni complesse come le società quotate il confine tra sistema di controllo e governo dell'impresa. Dunque anche in questo senso il rapporto tra amministrazione e controllo assume delle sfumature la cui mancata comprensione incide sull'efficacia stessa dei controlli. La questione si accentua soprattutto nei sistemi di amministrazione e controllo alternativi, i quali, seppur vi abbiamo dedicato una sommaria trattazione, rivestono un ruolo fondamentale nelle restanti economie occidentali. Nei loro confronti l'appiattimento della disciplina sancita dal legislatore del 2003 sul modello tradizionale, è indice di una scarsa comprensione delle caratteristiche tipiche di tali sistemi: è soprattutto nel monistico che si manifesta un diverso paradigma tra amministrazione e controllo, quale momento decisionale e valutativo racchiusi nel medesimo organo. A prescindere dal modello di amministrazione e controllo adottato, è ormai chiaro come il sistema di controllo interno non possa più considerarsi come un fardello obbligato o un elemento necessario unicamente a potersi qualificare come *compliant*. Piuttosto si tratta di un momento organizzativo che si compie attraverso il processo di implementazione e dello strumento su cui intervenire laddove si riscontrino scostamenti rispetto ai piani originali, alle procedure, alle *best practice* vigenti. Quanto al piano normativo, è indubbio che vi sia la necessità di agire per riordinare e semplificare le disposizioni. La semplificazione deve però essere intesa come una razionalizzazione del complesso delle strutture e dei meccanismi di controllo: essa non mira infatti a un mero alleggerimento di oneri ma piuttosto ad aumentare l'efficacia e la coerenza del sistema dei controlli (Enriques). Stabilire il livello oltre il quale il controllo diviene inefficace e si traduce in vuoti di responsabilità è compito estremamente complesso che richiede un'attenta analisi delle dinamiche tipiche delle imprese quotate, la definizione di un disegno complessivo e *last but not least*, il coraggio di prendere posizioni decise, in cui è possibile anche ridurre il numero degli attori del sistema dei controlli.



*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra di Diritto Societario*

*IL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO E IL GOVERNO DEL RISCHIO NEGLI  
EMITTENTI QUOTATI*

RELATORE

*Prof. Chiappetta Francesco*

CANDIDATO

*Luca De Rossi*

CORRELATORE

*Prof. Blandini Antonio*

MATRICOLA

*659431*

ANNO ACCADEMICO 2014/2015



## SOMMARIO

|  |    |
|--|----|
| INTRODUZIONE .....   | 1  |
| CAPITOLO UNO: IL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO NELL' ATTUALE QUADRO<br>NORMATIVO INTERNAZIONALE E NAZIONALE .....   | 7  |
| 1.1. Il quadro internazionale ed europeo .....   | 7  |
| 1.1.1. The Corporate Governance Principles, OECD.....  | 10 |
| 1.1.2. The corporate Governance Principles, ICGN.....  | 15 |
| 1.1.3. Il Serbanes-Oxley Act .....   | 18 |
| 1.1.4. Le linee di azione della Commissione Europea per modernizzare il diritto delle società e<br>rafforzare il governo societario nell'Unione europea..... | 22 |
| 1.1.5. La direttiva Shareholders' right.....   | 27 |
| 1.2. Il quadro nazionale .....   | 31 |
| 1.2.1. Evoluzione normativa e disciplina civilistica.....  | 31 |
| 1.2.2. Il D.Lgs. n. 58/1998 ovvero T.U.F. ....   | 36 |
| 1.2.3. Il D.Lgs 231/2001.....  | 41 |
| 1.2.4. Il Codice di Autodisciplina delle Società quotate.....  | 46 |
| CAPITOLO DUE: GLI ATTORI DEL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO .....  | 53 |
| 2.1. Il Consiglio di Amministrazione .....   | 53 |
| 2.1.1. Le funzioni del CdA: il ruolo di vertice nel sistema di controllo interno.....  | 53 |
| 2.1.2. I flussi informativi endoconsiliari.....  | 58 |
| 2.1.3. Il Comitato Controllo e Rischi.....   | 60 |
| 2.1.4. Gli amministratori indipendenti.....  | 63 |
| 2.1.5. L' Amministratore incaricato del sistema di controllo interno.....  | 65 |
| 2.2. Il Collegio Sindacale .....   | 66 |
| 2.2.1. Profili generali .....  | 66 |
| 2.2.2. I compiti e i doveri.....   | 67 |
| 2.2.3. I poteri dei sindaci in generale.....   | 70 |
| 2.2.4. I poteri dei sindaci nelle società quotate.....   | 72 |
| 2.2.5. I flussi informativi .....  | 73 |
| 2.3. Il dirigente preposto alle scritture contabili .....  | 75 |
| 2.3.1. I compiti del dirigente preposto: dichiarazione scritta ed attestazione.....  | 77 |
| 2.4. La funzione Internal Audit ed il RIA.....   | 79 |
| 2.5. L' Organismo di Vigilanza ex D.Lgs. 231/2001 .....  | 83 |
| 2.6. La società di revisione .....   | 87 |
| 2.6.1. I compiti della società di revisione: il giudizio sul bilancio .....  | 90 |

|   |     |
|---|-----|
| CAPITOLO 3: IL GOVERNO DEL RISCHIO .....  | 93  |
| 3.1. Il rischio aziendale: alcune classificazioni .....   | 93  |
| 3.2. Dal rischio finanziario all' <i>Enterprise Risk Management</i> .....   | 99  |
| 3.2.1. L'evoluzione del concetto di rischio.....  | 99  |
| 3.2.2. L'evoluzione dei modelli istituzionali di gestione del rischio.....  | 102 |
| 3.2.3. L' <i>Enterprise Risk Management</i> : tratti generali .....   | 104 |
| 3.3. Il COSO ERM framework.....   | 106 |
| 3.3.1. Le componenti del <i>framework</i> .....   | 109 |
| 3.4. La struttura di governo ed il rischio.....   | 113 |
| 3.4.1. Il rapporto tra il rischio ed il sistema di controllo interno .....  | 119 |
| 3.4.2. Il <i>risk oversight</i> a cura del CdA.....   | 123 |
| 3.4.3. I presidi di controllo del rischio.....  | 127 |
| 3.5. La <i>risk disclosure</i> .....  | 132 |
| 3.5.1. La <i>risk disclosure</i> secondo l'ICGN .....   | 134 |
| CAPITOLO 4: I LIMITI DELL' ATTUALE ASSETTO DEI CONTROLLI.....   | 137 |
| 4.1. L'incompiuto processo di riforma delle società di capitali .....   | 137 |
| 4.1.1. Il mancato raggiungimento degli obiettivi del D.Lgs. 6/2003 in relazione alla diffusione dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo..... | 142 |
| 4.1.2. Breve confronto tra dualistico e tradizionale.....   | 145 |
| 4.1.3. Breve confronto tra monistico e tradizionale.....  | 148 |
| 4.2. La sovrapposizione degli attori del controllo .....  | 151 |
| 4.2.1. La sovrapposizione in merito all'assetto amministrativo contabile.....   | 154 |
| 4.2.2. La sovrapposizione tra Collegio Sindacale e Organismo di Vigilanza.....  | 156 |
| 4.2.3. La sovrapposizione tra Comitato Controllo e Rischi e Collegio Sindacale: un problema superato? .....   | 158 |
| 4.3. Dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria.....   | 160 |
| 4.3.1. La mancanza di norme primarie in materia di funzioni e competenze del CdA della società quotata .....  | 164 |
| 4.3.2. Gli amministratori indipendenti: una panacea contro tutti i mali? .....  | 166 |
| 4.4. La necessità di snellimento e il conseguente riordino dei ruoli e delle competenze .....   | 170 |
| 4.4.1. La confusione metodologica in materia di controlli e di impresa.....   | 171 |
| 4.4.2. Alcune proposte di riforma.....  | 173 |
| CONCLUSIONI.....  | 179 |
| BIBLIOGRAFIA.....   | 183 |
| SITOGRAFIA .....  | 195 |
| INDICE DELLE FIGURE .....   | 197 |

## INTRODUZIONE

Il tema dell'amministrazione e del controllo è periodicamente al centro della cronaca finanziaria: gli scandali societari che si ripropongono ciclicamente alimentano l'interesse nei confronti di uno dei temi su cui gli studiosi di diritto ed economia dibattono con più vivacità. Il controllo ed il rapporto con l'amministrazione rappresentano lo snodo fondamentale della *corporate governance*: letteralmente definibile come "governo dell'impresa societaria", è in realtà associata ad una pluralità di nozioni, ciascuna delle quali riflette una specifica impostazione che ne privilegia taluni aspetti. All'interno di un ampio insieme coesistono infatti definizioni antitetiche: in maniera restrittiva la *corporate governance* è considerata unicamente come il rispetto delle norme giuridiche, mentre in maniera più ampia e senz'altro più complessa, si estende alla capacità dell'impresa di instaurare legami favorevoli con una vasta gamma di attori, fra i quali il Consiglio di Amministrazione, gli *auditors*, i consulenti legali, i *financial advisors*, i *regulators*, gli *standard setters*, gli *shareholders* e gli *stakeholders*<sup>1</sup>. Il presente elaborato ha l'ambizione di far propria quest'ultima e più ampia definizione: un efficace governo societario non può essere raggiunto soltanto attraverso il rispetto di leggi e regolamenti, ovvero mediante un atteggiamento meramente *compliant*. Piuttosto si ottiene grazie al rispetto di quei principi morali, etici e di condotta professionale propedeutici ad una corretta gestione dei diversi interessi che convergono verso l'impresa. La complessità e la mancanza di una definizione univoca sono elementi ascrivibili anche al tema del controllo. Si tratta di un argomento vasto e dalle numerose sfaccettature, la cui laboriosità è insita nel termine stesso. Esso ha infatti una pluralità di valenze semantiche: verifica della corrispondenza di una situazione di fatto a determinati parametri tecnici o giuridici, ma anche e soprattutto vigilanza sul modo di operare altrui per valutarne la congruità rispetto allo scopo<sup>2</sup>. Discorrendo di controlli d'impresa, è quanto mai opportuno parlare al plurale in virtù della molteplicità di fatto sotto cui i controlli si presentano nella vita aziendale: essi infatti si rivelano nella fase genetica e nella prassi operativa, sono svolti da soggetti esterni e interni all'impresa, hanno diverse finalità. Nonostante il legislatore sia intervenuto a più riprese sulla disciplina dei controlli societari, delineando un quadro normativo estremamente complesso e non certo privo di sovrapposizioni, ha ommesso di formalizzare una definizione specifica ed organica del sistema dei controlli interni. Essa è tuttavia rinvenibile nell'ambito dell'autoregolamentazione, e più precisamente nel Codice di Autodisciplina delle Società quotate<sup>3</sup>, in cui viene descritto come

---

1 cfr. Rezaee Z., *Corporate Governance post-Sarbanes-Oxley: regulations, requirements and integrated process*, John Wiley e Sons, inc, 2007.

2 cfr. Rordorf R., *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, Giappichelli Editore, prefazione, 2015.

3 per maggiori informazioni si rimanda al Capitolo 1, sezione 2, capo IV del presente elaborato.

“l’insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire l’identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi. Tale sistema è integrato nei più generali assetti organizzativi e di governo societario adottati dall’emittente e tiene in adeguata considerazione i modelli di riferimento e le best practices esistenti in ambito nazionale e internazionale. Il controllo interno è dunque un processo, svolto dal Consiglio di Amministrazione, dai dirigenti e dall’intera struttura organizzativa, che si prefige di fornire una ragionevole certezza all’impresa sul raggiungimento di alcuni suoi obiettivi, come ad esempio: efficacia ed efficienza delle attività operative, attendibilità delle informazioni di bilancio, conformità alle leggi e ai regolamenti in vigore. Non si tratta dunque di un evento isolato o di una circostanza unica, bensì di una serie di azioni riguardanti l’attività aziendale. Queste azioni sono pervasive e sono connesse al modo in cui le attività sono gestite. Gli individui sono gli elementi fondamentali a cui spetta il compito di stabilire gli obiettivi dell’impresa e di attivare gli idonei meccanismi volti a garantire la ragionevole certezza di raggiungerli. La definizione sopra esposta è frutto dell’osservazione e della formalizzazione della moderna dinamica economico aziendale che non può più trascendere da un’adeguata considerazione dei rischi. Nonostante la prassi aziendale sia sfociata in tale formalizzazione, dal punto di vista giuridico permangono alcuni problemi ed ambiti di sovrapposizione tra i soggetti e gli organi chiamati a vario titolo a vigilare sull’impresa. Tali incertezze impediscono di soddisfare l’esigenza di sistematicità avvertita sia dagli operatori economici, che dal diritto si aspettano un accettabile grado di certezza, ma anche dai giuristi. Essi, ben consapevoli di come la natura umana sia intrinsecamente caratterizzata da contraddizioni, e di come tali contraddizioni siano ineliminabili dal lavoro svolto dall’uomo, spesso si trovano dinanzi a norme afflitte da un’incoerenza tale da rendere l’attività di interpretazione e di ricerca di un filo logico compito assai arduo<sup>4</sup>. Il sistema di controllo interno è stato interessato da una forte evoluzione nel corso del tempo, esso è un processo *on going*, alla continua ricerca di margini di miglioramento. In questo senso molto dobbiamo all’esperienza maturata nelle economie anglosassoni, dove la netta separazione tra proprietà e controllo tipica delle *public companies*<sup>5</sup>, ha stimolato il dibattito sulle modalità attraverso le quali assicurare quella sistematicità ed effettività ai controlli, necessarie ad evitare che i managers espropriino diritti patrimoniali agli azionisti. Volendo ripercorrere in maniera molto sommaria le principali tappe del

---

4 cfr. Rordorf R., *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, Giappichelli Editore, prefazione, 2015.

5 Birindelli G., in *Strutture proprietarie e sistemi di governance. Riflessioni sull’esperienza delle banche italiane*, Franco Angeli Editore, 2013, sostiene che: il requisito essenziale affinché si possa parlare di *public company* è la contendibilità, ossia la possibilità del ricambio nel controllo attraverso l’acquisto di diritti proprietari dispersi, ai quali si prospetta l’alternativa dell’*exit*. In assenza di tale condizione si ha soltanto una “pseudo” *public company*.

processo evolutivo, è opportuno ricordare come negli anni '40 negli USA il tema dei controlli era considerato come un elemento di natura incidentale, limitato alla sola revisione contabile<sup>6</sup>. Sul finire degli anni '50 si cominciò ad elaborare una definizione ed un approccio allargato ad altri aspetti della gestione oltre a quello contabile, mentre è a metà degli anni '80 che le imprese, sulla scia delle pesanti ripercussioni economiche provocate dai numerosi ricorsi al *Chapter eleven*, incominciarono ad attuare le prime politiche di *risk management*. Soltanto verso la fine degli anni '90, primi del 2000 si affermò l'attuale paradigma di controllo basato su un processo di mappatura dei rischi. Allo stato attuale, il Sistema di Controllo Interno non è più considerato (almeno in teoria) come un elemento incidentale, un mero adempimento necessario ad essere *compliant* rispetto ad un insieme di norme. Esso ha assunto al contrario un ruolo sempre più importante nelle scelte che l'impresa compie quotidianamente e nelle sue strategie di lungo termine. Tale cambiamento di approccio si è verificato dal momento in cui sono stati accostati i processi di *risk assessment* e di *risk management* alle procedure organizzative predisposte dal *management* per raggiungere gli obiettivi aziendali. In questo rinnovato contesto gli organi aziendali non potevano rimanere inermi: il ruolo del *board* è fortemente mutato ed annovera fra le proprie competenze l'attività di controllo strategico dei rischi. Essa diviene parte integrante e qualificante dell'attività di alta amministrazione che si sostanzia nella pianificazione strategica<sup>6</sup>. Un buon sistema di controllo, sviluppato nell'ottica dell'*Enterprise Risk Management*, costituisce una potenziale fonte di vantaggio competitivo per l'impresa, in grado di aumentarne le *performance* ma anche la fiducia degli investitori, soprattutto di quelli istituzionali. Ciò comporta una maggiore facilità di accesso alle risorse finanziarie. Con riguardo al rapporto tra *performance* aziendale e sistema dei controlli, ovvero tra *performance* aziendale e *governance*, è opportuno precisare come la presunta relazione positiva non sia stata empiricamente dimostrata.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> cfr. Gasparri G., *I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana ed i problemi aperti*, Quaderni Giuridici Consob, 2013.

<sup>7</sup> Bhagat S., Bolton B. e Romano R. in *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, 2010, John Wiley and Sons Inc., sostengono come numerosi studi si siano soffermati sull'esistenza di una relazione tra *corporate governance* e *performance*. Nessuno di essi è arrivato ad una soluzione univoca per tre ordini di ragioni: 1) l'inesistenza di una definizione di buona *corporate governance*: spesso si sostiene come un'impresa caratterizzata da un ragionevole numero di membri del CdA, in cui sono presenti amministratori indipendenti e comitati interni abbia una buona *governance*. Tuttavia questi aspetti sono molto formali e poco sostanziali; 2) la pluralità di definizioni e misurazioni della *performance* aziendale: la *performance* può essere misurata attraverso parametri economico finanziari e non economico finanziari. Gli studi più rilevanti si sono soffermati su quelli del primo tipo, si segnala in particolare *The Tobin's Q Index*; 3) la difficoltà nella separazione della variabile indipendente da quella dipendente: è la buona *governance* a portare a buone *performance* aziendali o sono le buone *performance* a spingere l'impresa a dotarsi di una buona *governance*?

Tuttavia, muovendo dal considerare un'efficace sistema dei controlli quale presidio in grado di assicurare all'impresa il raggiungimento dei suoi obiettivi, possiamo spostare il *focus* dell'analisi dalla complessa relazione tra *corporate governance* e *performance*, al più semplice rapporto tra performance e fattibilità degli obiettivi organizzativi. In questi termini allora diviene più agevole esprimere un giudizio positivo sul rapporto tra performance e controllo. La produzione normativa in materia di controlli societari e più in generale sulla *corporate governance* è stata caratterizzata da una forte accelerazione nei primi anni '90 e 2000, in risposta ai numerosi e ripetuti scandali finanziari che hanno messo a dura prova la fiducia dei risparmiatori. Essi hanno travolto le imprese di tutto il mondo: nel 1991 Maxwell Pensions, nel 1992 Bank of Credit and Commerce International (BCCI), nel 2002 Enron e WorldCom. Se osserviamo gli interventi dei *regulators* e degli *standard setter* infatti, non possiamo non capacitarci della tempistica con cui tali soggetti abbiamo tentato di dare risposte ai problemi che via via si sono manifestati. Possiamo qui brevemente illustrare alcuni degli interventi più significativi in materia: il *Coso Report* del 1992 si è progressivamente affermato come lo standard internazionale di riferimento per la valutazione del sistema di controllo interno; il *Cadbury report* oltre a costituire la base del successivo *UK Corporate Governance Code*, è stato il primo compendio organico di *corporate governance* ed ha funto da *benchmark* per tutti gli altri paesi sul piano dell'autodisciplina; il *Sarbanes Oxley Act* del 2002 ha fortemente inasprito le pene nei confronti delle frodi finanziarie rafforzando le responsabilità dei vertici aziendali. Questi interventi costituiscono dei seri passi in avanti nella regolazione dell'impresa, sia sul piano dell'autodisciplina che della norma di rango primario, nel tentativo di limitare le possibilità che tali disastri si ripetano, mettendo così a rischio la stabilità dell'intero sistema economico. Venendo alla struttura dell'elaborato, è suddiviso in quattro capitoli: nel primo ci occuperemo del sistema di controllo interno alla luce dell'attuale quadro normativo internazionale e nazionale, nel secondo degli attori che dominano il sistema dei controlli, nel terzo del governo del rischio e nel quarto ed ultimo, delle sovrapposizioni e delle necessità di snellimento dei controlli. La scelta di confrontarsi con il panorama internazionale è a mio avviso doverosa per una serie di ragioni: in primo luogo, anche le imprese italiane *double listed*, si trovano a dover rispettare norme che non sono proprie del nostro paese, pena la mancanza dei requisiti per l'ammissione ai listini. In secondo luogo le riforme che hanno interessato altri paesi hanno ispirato anche il nostro legislatore ad intervenire nella medesima direzione e *last but not list*, il nostro paese, in quanto membro UE, è soggetto alle numerose direttive europee che diventano parte integrante del proprio corpus normativo attraverso il processo di recepimento. Negli USA la risposta del legislatore agli scandali *Enron* e *Wordcom* è stata particolarmente tempestiva e ha condotto all'inasprimento delle regole attraverso il SOX. Tuttavia sono in molti a dubitare dell'efficacia di interventi così marcati: come spesso accade, esagerare le regole e le pene rendendo le disposizioni rigide ed

inderogabili, si dimostra un'azione non particolarmente utile se le condotte e l'illecito non subiscono, in primo luogo, la condanna morale dell'individuo. Piuttosto esse devono essere considerate come il punto di partenza in direzione opposta, per tornare a comportamenti corretti e rispettosi del dettato normativo<sup>8</sup>. Senza contare il rischio di allontanare le imprese dai mercati finanziari. L'intervento federale ha inoltre funto da modello di riferimento per il nostro legislatore che nel 2005 ha emanato la Legge n. 262, meglio nota come legge sul risparmio, come risposta agli scandali Cirio e Parmalat. Non mancheremo in questo primo capitolo, di passare in rassegna i più importanti Principi di *Corporate Governance*, ed il riferimento va in particolare a quelli emanati dall'OECD e dall'ICGN: al loro interno, oltre a contenere una sezione dedicata al tema dei controlli, si rinvengono utili norme comportamentali per assicurare all'impresa il rispetto di elevati *standard* di governo societario. Con riguardo al quadro normativo del nostro paese, analizzeremo il tema dei controlli alla luce delle disposizioni presenti nel codice civile, nel Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria ed infine nel Codice di Autodisciplina, tenendo in adeguata considerazione i numerosi interventi di modifica che si sono susseguiti nel tempo. Il secondo capitolo è dedicato all'analisi dei ruoli ricoperti dai diversi attori che animano il sistema dei controlli delle società quotate italiane. La stratificazione normativa derivante dal susseguirsi di interventi dettati da situazioni emergenziali, unita alle disposizioni presenti nel Codice di Autodisciplina, hanno portato, come vedremo, all'individuazione di numerosi presidi di controllo non privi di margini di sovrapposizione. Ci occuperemo del CdA, al quale spetta l'attività di supervisione strategica e di definizione ed indirizzo del sistema dei controlli, del Collegio Sindacale, che rappresenta ancora oggi -nell'immutata struttura tripartitica della società di capitali, retaggio dell'impostazione con cui il legislatore del 1882 aveva inteso disciplinare tale fenomeno economico- l'organo di vertice del sistema dei controlli. Ma anche del ruolo del Comitato Controllo e Rischi, dell'amministratore incaricato del sistema dei controlli, passando per il dirigente preposto alle scritture contabili -l'equivalente nazionale del CFO- ed infine del ruolo della società di revisione, la quale, seppur organo esterno, in virtù del giudizio professionale che è chiamata ad emettere sul bilancio di esercizio, conserva un importante ruolo nel SCI. Per quanto concerne il governo del rischio, argomento al quale è dedicato il terzo capitolo, muovendo dal sempre più acceso dibattito tra aziende, *policy makers* e *standard setters* su come le aziende stesse dovrebbero attuare e comunicare ai propri *stakeholders* le adeguate politiche di gestione del rischio<sup>9</sup>, ripercorreremo l'evoluzione del ruolo del rischio nella gestione aziendale e illustreremo le possibilità offerte da una sana e

---

8 cfr. Balzarini P. - Carcano G. - Venturozzo M., *La società per azioni oggi, tradizione, attualità e prospettive*, 2007 Giuffrè Editore, p. 916.

9 cfr. AA.VV., *Il governo dei rischi aziendali tra esigenze di mercato e fattori istituzionali, nuove prospettive per il Board*, 2014, Franco Angeli Editore, p. 9.

consapevole gestione dello stesso ai fini del raggiungimento di un vantaggio competitivo, ovvero la tecnica dell'*Enterprise Risk Management* e gli strumenti mutuati dal *COSO Report*. Nel quarto ed ultimo capitolo infine, ci occuperemo dei limiti dell'attuale assetto normativo, del mancato raggiungimento degli obiettivi della riforma del 2003. Nonostante il legislatore abbia ampliato il perimetro dell'autonomia statutaria, le opzioni alternative in tema di assetti organizzativi non hanno riscontrato il successo sperato. Ciò è la dimostrazione di come affinché taluni comportamenti si affermino nel tempo come le migliori soluzioni, non basta che siano sospinti *ex lege*, ma richiedano interventi più decisi. Evidenzieremo la necessità di superare le sovrapposizioni tra gli attori deputati al controllo ed illustreremo talune proposte di riforma, avanzate con l'intento di rendere il governo societario italiano confrontabile con quello degli altri paesi avanzati, aumentando di conseguenza l'attrattività del sistema Paese.

## CAPITOLO UNO: IL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO NELL'ATTUALE QUADRO NORMATIVO INTERNAZIONALE E NAZIONALE

Sommario: 1.1. Il quadro internazionale ed europeo 1.1.1. *The corporate governance principles*, OECD. 1.1.2. *The corporate governance principles*, ICGN. 1.1.3. Il Sarbanes-Oxley Act. 1.1.4. Le linee di azione della Commissione Europea per modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea. 1.1.5. La direttiva shareholder's right 1.2. Il quadro nazionale 1.2.1. Evoluzione normativa e disciplina codicistica. 1.2.2. Il D.Lgs. 58/1998 ovvero T.U.F. 1.2.3. Il D.Lgs. 231/2001. 1.2.4. Il Codice di Autodisciplina delle Società quotate.

### 1.1. Il quadro internazionale ed europeo

Sulla evoluzione in materia di controlli societari e più in generale sulla *corporate governance* hanno giocato un ruolo fondamentale i numerosi e ripetuti scandali finanziari manifestatisi nei primi anni '90 e 2000. Questi hanno messo a dura prova la fiducia dei risparmiatori, coinvolgendo imprese in tutto il mondo: nel 1991 Maxwell Pensions, nel 1992 Bank of Credit and Commerce International (BCCI), nel 2002 Enron e WorldCom. Se osserviamo gli interventi dei *regulators* e degli *standard setter*, non possiamo non capacitarci della tempistica con cui abbiamo tentato di dare risposte ai problemi che via via si sono manifestati. Possiamo qui brevemente illustrare alcuni degli interventi più significativi in materia: il *Coso Report* del 1992 che si è progressivamente affermato come lo standard internazionale di riferimento per la valutazione del sistema di controllo interno; il *Cadbury report*, il primo compendio organico di *corporate governance* che ha funto da *benchmark* per tutti gli altri paesi sul piano dell'autoregolamentazione; il *Sarbanes Oxley Act* del 2002. Questi interventi, nel tentativo di limitare le possibilità che tali disastri si ripetano, costituiscono dei seri passi in avanti nella regolazione dell'impresa, sia sul piano normativo che dell'autodisciplina. Sono, questi ultimi, atti di autoregolamentazione, vale a dire portatori di discipline le quali, pur non avendo forza di legge (salvo che dalla stessa siano espressamente richiamate), sono tuttavia idonei ad incidere sul comportamento delle società nella misura in cui vengono volontariamente adottate dalle stesse e dunque costituiscono, nel tempo, le migliori prassi diffuse. Nei diversi codici di autodisciplina non si fa riferimento alla medesima definizione di *corporate governance*. Ciò testimonia le peculiarità dei paesi in termini di approccio al tema e alle sue problematiche, le quali derivano dalle diversità di orientamento dei rispettivi sistemi economico-finanziari<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, pp. 2-5.

Le diversità di orientamento dei sistemi economico-finanziari sono sintetizzate dal modello di capitalismo a cui sono riconducibili i diversi sistemi paese. In letteratura si è soliti parlare della contrapposizione esistente tra il sistema anglo-americano, tipico degli USA e UK, ed il sistema renano-nipponico<sup>11</sup>. I due modelli, tradizionalmente definiti come *outsider system* ed *insider system*, sono caratterizzati da profonde diversità circa la concentrazione dell'azionariato, lo sviluppo dei mercati finanziari e l'atteggiamento delle imprese a ricorrere al capitale di rischio o al capitale di credito per finanziare la propria crescita. Negli USA e in UK, il mercato è caratterizzato dalla presenza di un numero elevato di imprese di grandi dimensioni -contraddistinte dal frazionamento della proprietà e per questo da un'elevata contendibilità del controllo-, da un'elevata operatività degli intermediari finanziari e da un tendenziale *laissez faire* dello Stato nell'economia. In Germania e Giappone, ma anche in Italia, i mercati hanno caratteristiche opposte: sono poco sviluppati, le imprese di grandi dimensioni sono un numero minore, la proprietà è molto concentrata e lo Stato ha un maggior ruolo nell'economia. Con riguardo all'atteggiamento delle imprese circa le proprie fonti di finanziamento, questo aspetto permette di effettuare una ulteriore classificazione tra sistemi economici *market oriented* e *bank oriented*: nei primi le imprese si approvvigionano delle risorse finanziarie sul mercato del capitale di rischio -condizione tipica di USA e UK-, nei secondi il soggetto giuridico ricorre prevalentemente all'indebitamento nei confronti del sistema bancario piuttosto che rivolgersi al mercato, per evitare di perdere il controllo dell'impresa. Si tratta di una condizione tipicamente riscontrabile nel sistema renano-nipponico e soprattutto del nostro paese. Nei sistemi *market oriented* in cui è nata la moderna concezione della *corporate governance*, gli studiosi, preso atto della separazione tra proprietà e controllo, hanno analizzato la relazione tra proprietà e management focalizzandosi prevalentemente sui meccanismi di *accountability* che meglio garantiscono la tutela della proprietà non controllante<sup>12</sup>. Stiamo parlando dunque del tema della c.d. separazione tra proprietà e controllo, del ruolo svolto dai c.d. *agency cost*. e dei diversi *gap* che i *regulators* si trovano a dover colmare per poter assicurare, nonostante le inefficienze dei sistemi, un livello adeguato di stabilità ai mercati finanziari. Le teorie sulla *Corporate Governance*, fra tutte la *Stewardship Theory*, affondano le loro radici nel rivoluzionario contributo di Berle e Means, i quali sostengono come nella moderna impresa, il benessere di un elevato numero di soggetti è sotto il controllo di una medesima entità centrale<sup>13</sup>.

---

11 Sul tema esistono numerosi contributi, uno dei più rilevanti è "A survey of Corporate Governance", di Vishny R.W. e Shleifer A., *Journal of Finance*, 1997, pp. 737-787.

12 cfr. Parbonetti A., *Corporate Governance Problemi di configurazione dell'organo di governo e riflessi sugli andamenti aziendali*, 2005, Giuffrè Editore, p. 5.

13 cfr. Berle and Means, *The modern Corporation*.

Lo studio, condotto sulle 200 più grandi *non financial corporation* tra il 1929 e il 1930, ha dimostrato come nel 44% dei casi l'impresa fosse controllata dal *management*, nel 21% mediante accordi contrattuali e solo in un numero esiguo di casi l'imprenditore fondatore conservava un ruolo di indirizzo della gestione. Gli autori sostengono che a causa della divergenza di interessi tra azionisti e management simili condizioni possano mettere a repentaglio i diritti patrimoniali dei primi. Ma se gli azionisti non hanno il potere di incidere sul governo dell'impresa ed i manager hanno interessi divergenti, com'è possibile tutelarne i diritti? La *Corporate Governance* risponde, tra le altre, a questa domanda. Nell'ambito dei sistemi *bank oriented* invece, i *regulators*, si trovano a dover affrontare problematiche differenti, dettate dalla diversa struttura proprietaria: la necessità è quella di tutelare le minoranze ed evitare che subiscano la dittatura dell'azionista di maggioranza. In dottrina si è sviluppato un ampio dibattito sulla validità dei diversi sistemi, ovvero su qual è il migliore dei due, anche in termini di desiderabilità sociale. I sostenitori della supremazia dei sistemi *market oriented*, fra i quali Hansmaan e Kraakman<sup>14</sup>, ritengono che un azionariato diffuso sia sinonimo di una ricchezza diffusa, a tutto vantaggio della liquidità, la quale aumenta il valore dell'impresa e si ripercuote positivamente sulla società in generale. Bebchuk e Roe<sup>15</sup> sostengono invece che sia impossibile affermare la supremazia di un modello sull'altro e che il futuro della *corporate governance* non sarà caratterizzato da un fenomeno di convergenza ma dalla permanenza delle differenze tra i paesi, segnate dalle diversità culturali e sociali che li caratterizzano, la c.d. *path dependence*. La teoria della c.d. *cross reference*, innestata nel dibattito sui sistemi della *corporate governance* negli anni '90, ha una posizione più moderata, caratterizzata dall'apprezzamento di caratteristiche proprie di entrambi i sistemi, che nonostante le profonde differenze, stanno andando progressivamente incontro ad un fenomeno di convergenza<sup>16</sup>, sospinti da una serie di fattori, su tutti la globalizzazione dei mercati finanziari. Un utile strumento per superare la dicotomia esistente tra i diversi sistemi, è rappresentato dal contributo della *stewardship theory*, sviluppata da Donaldson e Davis nel 1991.

---

14 cfr. Hansmaan H. Kraakman R., *The end of history for corporate law*, Yale law school, 2000, [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/280.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf).

15 cfr. Bebchuk L. A. Roe M.J., *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 1999, Stanford Law Review, documento disponibile al link: <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/1999.Bebchuk-Roe.Path.Dependence.pdf>.

16 cfr. Mc Cahery J. A., *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, 2002, Oxford University Press, p. 24.

Secondo gli autori, il *manager*, deve essere capace di gestire professionalmente gli aspetti psicologici, sociologici ed economici collegati alle relazioni attraverso forti principi etici. Questo si traduce nella conciliazione delle posizioni conflittuali esistenti nell'ambito dell'organizzazione, individuando e gestendo in maniera etica le istanze dei diversi interlocutori<sup>17</sup>.

#### 1.1.1. The Corporate Governance Principles, OECD

Nel discorrere sulla *corporate governance* non si può non menzionare l'autoregolamentazione, vale a dire gli atti portatori di discipline, le quali, pur non avendo forza di legge, sono tuttavia idonee ad incidere sul comportamento della società, nella misura in cui vengono volontariamente adottate dalle stesse e dunque costituiscono, nel tempo, le migliori prassi diffuse<sup>18</sup>. Nel paragrafo precedente, delineando il quadro attuale a livello internazionale, sono state evidenziate le differenti indicazioni in tema di *corporate governance*, dalle quali emergono differenti sistemi e meccanismi, a seconda degli specifici contesti storici, politici, culturali ed economici che caratterizzano i differenti paesi. La notevole accelerazione del processo di globalizzazione che ha segnato l'economia negli ultimi decenni, si è tradotta in una crescente interdipendenza delle economie e dei capitalismi nazionali, nella creazione di un mercato di approvvigionamento e di collocamento unico, dove beni, servizi e conoscenze tendono a muoversi secondo le leggi del liberismo economico. Le imprese ed i Paesi sono stati spinti verso un processo di integrazione e interdipendenza sistemica, soprattutto in termini finanziari. In questo scenario è emersa l'esigenza di far fronte alle diversità dei mercati da servire e dei sistemi economici e giuridici in cui operare. Ciò non significa l'obbligo di ricercare un unico modello di governo societario che prescindano dal sistema di regole e comportamenti propri dall'ordinamento giuridico e dal contesto economico del paese di provenienza dell'impresa. Si tratta di adottare sistemi di *governance* basati su alcuni principi di base, universalmente accettati, al fine di contemperare e di soddisfare gli interessi di tutti i soggetti/istituzioni interessati. Sono questi gli obiettivi alla base de *I principi di Governo Societario* emanati dall'OCSE nel 1999. Rivisitati per la prima volta nel 2004, a distanza di oltre 10 anni il Comitato per la *Corporate Governance* dell'OCSE ha ritenuto che fossero maturi i tempi per procedere ad una ulteriore rivisitazione dei principi necessaria ad adeguarli al mutato scenario economico globale: il processo è iniziato nel 2014 e si è concluso nel 2015. La pubblicazione ufficiale è infatti avvenuta il 5 settembre 2015 in occasione della riunione del G20 dei Ministri delle Finanze, tenutasi ad Ankara, capitale della Turchia.

---

<sup>17</sup> cfr. Sciarelli S., *Etica e responsabilità sociale nell'impresa*, 2007, Giuffrè Editore, p. 21.

<sup>18</sup> cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, p. 2.

Come anticipato poco prima in occasione del *Corporate Governance Forum* organizzato dall'OCSE nel mese di Aprile 2015, i nuovi Principi sono stati ufficialmente promossi e sostenuti dal G20. Essi rappresentano uno strumento di analisi comparativa internazionale per i responsabili dell'elaborazione delle politiche economiche, per gli investitori, per le società e per le altre parti interessate<sup>19</sup>. Grazie ai principi OCSE, i *regulators* sono ora più consapevoli del contributo del buon governo societario alla stabilità dei mercati finanziari, agli investimenti e alla crescita economica. Le imprese hanno preso atto di come la corretta *governance* possa contribuire alla loro competitività. Gli investitori – in particolare, gli investitori istituzionali e i fondi pensione che agiscono a titolo fiduciario – comprendono il ruolo che hanno nel sospingere buone pratiche di governo societario, rafforzando così il valore dei loro investimenti. Nell'attuale contesto economico, l'interesse che si manifesta nei confronti del governo societario va ben oltre l'interesse degli azionisti per i risultati delle singole imprese. Le imprese svolgono un ruolo centrale nelle nostre economie e noi tutti dipendiamo sempre di più dalle istituzioni del settore privato per gestire i nostri risparmi personali e garantirci un reddito al termine della vita lavorativa. Ecco che il governo societario ha assunto un grande rilievo per ampi e crescenti segmenti della popolazione. I Principi sono uno strumento in divenire. Essi definiscono norme e buone pratiche che non hanno un carattere vincolante, così come gli orientamenti suggeriti per l'attuazione di tali norme e pratiche: esse devono essere adeguate alle caratteristiche proprie di ogni Paese. Per adeguarsi ad una situazione in continuo mutamento, l'OCSE si sforza di osservare con attenzione l'evoluzione che si manifesta nel campo del governo societario, di individuare le tendenze e di fronteggiare le nuove sfide. Sebbene siano numerosi i fattori che incidono sulla *governance* e sui processi decisionali delle imprese, i Principi si concentrano soprattutto sui problemi di *governance* che derivano dalla separazione tra proprietà e controllo del capitale. Anche se essa rappresenta un elemento essenziale della *governance*, i problemi non si limitano alla relazione azionisti/managers, Infatti in alcune giurisdizioni, i problemi di *governance* derivano dal potere di alcuni azionisti di controllo sugli azionisti di minoranza. In altri paesi, i lavoratori dipendenti detengono diritti rilevanti, indipendentemente dal fatto che essi siano o meno azionisti. I Principi devono quindi essere inseriti in un contesto più ampio che consideri l'equilibrio complessivo dei poteri e dei diritti<sup>21</sup>.

---

19 cfr. <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/dettaglio.jsp?id=260699&idTipologiaDettaglio=372>.

20 cfr. Singer P. e Sirianni C. A., *La corporate governance: Elementi di teoria e profili operativi*, Giappichelli Editore, 2013, pp. 32-33.

21 cfr. G20-OECD, *Principi di Governo Societario*, 2015, pp. 3-10, documento disponibile al link: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34622654.pdf>.

Per gli OECD *Principles*, la *corporate governance*, considerata nel suo rapporto con il sistema finanziario, promuove mercati finanziari trasparenti ed efficienti, e articola chiaramente la suddivisione delle responsabilità tra le diverse autorità preposte alla supervisione, alla regolamentazione e alla garanzia dell'applicazione delle norme; essa inoltre, considerata in rapporto all'organizzazione sociale, assicura l'equo trattamento degli azionisti, protegge i loro diritti, facilitandone l'esercizio e la tutela, riconosce i diritti degli *stakeholders*, ove previsti dalla legge o da specifici accordi; incoraggia un'attiva cooperazione tra le imprese e tali soggetti al fine di creare ricchezza e posti di lavoro e di promuovere lo sviluppo di imprese finanziariamente solide; assicura una tempestiva e accurata informazione su tutte le questioni rilevanti riguardanti la società, compresi gli assetti proprietari, la situazione finanziaria, le *performances* e la *governance*; assicura la guida strategica della società, l'efficace monitoraggio della gestione da parte del consiglio di amministrazione e che il consiglio stesso risponda del suo operato alla società e agli azionisti<sup>22</sup>. La definizione offerta di *Corporate Governance*, è una definizione ampia che si estende oltre il mero ruolo del CdA e che inizialmente fa riferimento ad un'ampia platea di *stakeholder*, ma che nella descrizione più dettagliata dei contenuti e del funzionamento della *corporate governance* si focalizza sull'allineamento degli interessi del management agli azionisti. L'OCSE specifica inoltre che la definizione di *governance* si applica indipendentemente dal tipo di sistema adottato: monistico (*unitarity*) o dualistico (*two-tier*). Infatti, i Principi hanno portata generale al fine di poter essere applicati a qualsiasi organo al quale, qualunque sia la struttura, sia affidato il governo dell'impresa e il controllo della gestione<sup>23</sup>. Come accennato in precedenza, i Principi sono stati oggetto di una recente revisione, con cui hanno ricevuto l'*endorsement* del G20. Essi tuttavia mantengono la loro impostazione di base immutata, ovvero la consapevolezza dell'inesistenza di un modello di governo societario universalmente valido. Passando alla struttura del documento, i Principi si sviluppano lungo sei principali linee direttrici, corrispondenti ad altrettante aree del sistema del governo societario:

- 1) assicurare le basi per un efficace governo societario;
- 2) i diritti e l'equo trattamento degli azionisti e le principali funzioni della proprietà azionaria;
- 3) gli investitori istituzionali, mercati azionari e altri intermediari;

22 cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, Cedam Editore, 2013, p. 3.

23 cfr. Cutillo G. e Fontana F., *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*, Franco Angeli Editore, 2015, p. 184.

4) il ruolo degli *stakeholders* nella *corporate governance*;

5) *disclosure* e trasparenza;

6) le responsabilità del *board*.

Le recenti modifiche hanno coinvolto tutti i principi, i quali sono stati oggetto di una riorganizzazione. Nella precedente versione infatti, erano dedicati agli azionisti i principi due e tre che ora sono stati accorpati nel principio numero due. Il principio tre viene ora riservato agli investitori istituzionali e al funzionamento dei mercati borsistici, nei confronti dei quali vengono dettate specifiche indicazioni sulla struttura e sulle regole di funzionamento. Le altre modifiche rilevanti ai fini del presente elaborato sono le seguenti: per quanto concerne il primo principio, è stato eliminato il riferimento alle singole giurisdizioni, suggerendo ai *regulators* e alle autorità nazionali di operare in maniera coordinata ed integrata. Questa modifica deriva evidentemente dall'intenzione di prevenire il rischio sistemico, ovvero quello originato dall'elevato grado di integrazione dei mercati finanziari. Aumentare il coordinamento e la vigilanza tra i diversi Paesi è sintomatico della volontà di prevenire eventi come quelli che hanno caratterizzato la recente crisi finanziaria. Per quanto riguarda il ruolo degli investitori istituzionali, sulla scorta della forte influenza che questi soggetti hanno nei mercati finanziari internazionali, l'OCSE ha ritenuto opportuno dettare specifiche e dettagliate linee guida, ora contenute nel terzo principio. Nell'ambito del terzo principio, le lettere A, B e C, suggeriscono ai *regulators* nazionali ed internazionali di introdurre norme volte a garantire un elevato grado di trasparenza sulla *governance* degli investitori istituzionali e sulle loro *voting policies*; il rispetto delle indicazioni di voto date dal *beneficial owner* nel caso di attribuzione delle azioni a investitori istituzionali in qualità di custodi o intestatari; la gestione dei conflitti d'interessi eventualmente presenti in capo agli investitori istituzionali che agiscono in qualità di fiduciari, che spesso sono portatori di interessi propri in quanto generalmente investono anche in nome e per conto proprio. Per quanto riguarda i diritti degli azionisti ed il loro equo trattamento, ora accorpati nel secondo principio, l'OCSE auspica la piena *disclosure* delle posizioni d'influenza sulle società, ottenute per mezzo di partecipazioni al capitale o di accordi contrattuali. L'intento dell'Organizzazione è evidentemente quello di tutelare la posizione dei soci di minoranza anche nelle situazioni in cui non si ha un effettivo controllo della società ma bensì una semplice influenza. Quest'ultima ben potrebbe infatti incidere sulla posizione dei soci di minoranza. I soci di minoranza dovrebbero essere protetti dai comportamenti abusivi tenuti direttamente o indirettamente da, o nell'interesse di, eventuali soci di controllo, e dovrebbero essere dotati di efficaci strumenti di tutela. Specifici casi di potenziale abuso sono quelli caratterizzati dalla presenza di strutture piramidali o di azioni dotate di voto plurimo, poiché il socio di maggioranza potrebbe essere eccessivamente propenso al rischio a causa della non

proporzione fra potere e investimento. I rinnovati Principi di *Corporate Governance* affrontano esplicitamente uno degli aspetti più problematici del diritto societario, spesso oggetto di specifica regolazione: le operazioni con parti correlate<sup>24</sup>. Le operazioni con parti correlate, che non subiscono un divieto assoluto, dovrebbero essere consentite solo nel caso in cui sia prevista una specifica procedura di *disclosure* e di gestione in modo adeguato del conflitto d'interesse. Inoltre l'OCSE chiarisce che il parametro di giudizio della legittimità in materia di parti correlate deve essere l'interesse dei terzi, segnatamente della società e dei soci. In questo modo l'Organizzazione eleva a bene tutelato non solo l'interesse sociale -posto direttamente in pericolo da eventuali operazioni con parti correlate-, ma anche l'interesse -in qualche modo indiretto- dei soci, che in ultima istanza sono i principali beneficiari dell'attività sociale. Sempre in tema di *Corporate Disclosure*, l'informazione societaria deve esplicitare in maniera adeguata gli obiettivi dell'impresa, le informazioni non finanziarie, gli assetti proprietari e *last but not least*, la remunerazione del *top management*. Il Principio quattro in materia di ruolo e tutela degli *stakeholders* è stato oggetto di modifiche meno incisive: in tale linea guida l'OCSE si è premurata di specificare che i meccanismi di segnalazione di comportamenti illeciti, o comunque non eticamente corretti, devono essere strutturati in modo tale da consentire flussi informativi non solo verso il Consiglio di Amministrazione, ma anche verso le autorità pubbliche attraverso il *whistleblowing*<sup>25</sup>.

---

24 cfr. <http://www.dirittobancario.it/news/corporate-governance/i-nuovi-principi-di-corporate-governance-dell-ocse-alcune-considerazioni-introdotte>.

25 cfr. G-20-OECD, *Corporate Governance Principles*, 2015, documento disponibile al link: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>.

### 1.1.2. The corporate Governance Principles, ICGN

L'*International Corporate Governance Network*<sup>26</sup>, fondato nel 1995, è il punto di riferimento degli Investitori Istituzionali<sup>27</sup> di tutto il mondo: gli appartenenti al *network* gestiscono oltre 26 MLD di dollari di *assets*. I *principles* giunti oramai alla quarta edizione descrivono le rispettive responsabilità degli amministratori e degli investitori e mirano a rafforzare il dialogo tra le due parti. Essi incarnano la missione di ICGN: ispirare efficaci norme di *governance* e contribuire al miglioramento dell'efficienza dei mercati a livello mondiale. I Principi sono lo *standard* primario di ICGN per le aziende ben governate e pongono le basi per un programma di lavoro globale che ha come obiettivo, attraverso il collegamento di esperti in materia di tutto il mondo, quello di sensibilizzare l'opinione pubblica sul dibattito sulla *governance*. La combinazione delle responsabilità dei membri del *board of directors* e degli investitori istituzionali in un unico insieme di principi, sottolinea il reciproco interesse alla protezione, alla generazione e alla sostenibilità della *performance* aziendale. Essere sostenibili implica una efficace gestione del governo, degli aspetti sociali ed ambientali delle proprie attività, alla stregua delle operazioni di natura strettamente finanziaria. Seguendo queste linee, le imprese hanno la possibilità di ottenere una remunerazione del capitale superiore al suo costo, generando valore per gli azionisti. Gli azionisti non rappresentano gli unici interlocutori dell'impresa ed abbracciando la tesi proposta dalla *stakeholder's theory*<sup>28</sup>, gli obiettivi di cui sopra, sono realizzabili solo se la pianificazione strategica comprende l'effettiva gestione dei rapporti con gli *stakeholder* aziendali, quali dipendenti, fornitori, clienti, le comunità locali e l'ambiente nel suo complesso. Le raccomandazioni sono sostanzialmente sviluppate da investitori istituzionali ma tengono comunque conto del parere e del *know-how* di altri interlocutori come ad esempio *manager*, *advisor* ed altri membri della comunità degli *standard setter*. I principi trovano la loro naturale applicazione nelle società quotate in borsa, nei cui confronti le aspettative attorno ai temi di *corporate governance* sono molto elevate, al punto tale da influenzare le decisioni d'investimento degli operatori economici.

---

<sup>26</sup> Per maggiori informazioni circa *The International Corporate Governance Network*, si rimanda all'indirizzo: [www.icgn.org](http://www.icgn.org).

<sup>27</sup> Per una definizione esaustiva di investitore istituzionale si rimanda a: Bianco M., Signorini P.E., *Evoluzione degli assetti di controllo: gli investitori istituzionali*, Temi di discussione, n. 243, Dicembre 1994, Banca d'Italia.

<sup>28</sup> Friedman A.L. - Miles S., in *Stakeholders: Theory and Practice*, Oxford University Press, 2006, definiscono gli *stakeholder* come: qualsiasi gruppo o individuo che può influenzare o è influenzato dal raggiungimento degli obiettivi delle organizzazioni.

Tuttavia assumono rilevanza anche per quelle società non quotate che aspirano ad adottare elevati *standard di corporate governance*. Essi trovano applicazione nei diversi modelli di organizzazione e controllo su cui sono strutturate le imprese, ovvero il *one tier* ed il *two tier system*. I Principi dettano indicazioni relative alle diverse tipologie di amministratori presenti all'interno del board: consiglieri esecutivi, non esecutivi e indipendenti non esecutivi<sup>29</sup>. Questo approccio riconosce le diversità esistenti circa la composizione ed il funzionamento del *board* nei vari mercati, ma anche del ruolo che assumono i dirigenti, gli amministratori non esecutivi e i non esecutivi indipendenti. Per quanto concerne gli assetti proprietari, laddove si è in presenza di un socio dominante o di una maggioranza di blocco, le considerazioni sulla *governance* aziendale sono principalmente mirate a fornire un'adeguata protezione degli interessi degli azionisti di minoranza. Con il termine investitore nell'ambito dei principi, ci si riferisce agli investitori istituzionali, ovvero coloro i quali agiscono per conto di beneficiari o clienti. Si tratta di fondi pensione, fondi sovrani, compagnie assicurative, *hedge fund* e fondi *private equity*. Nei confronti di questi agenti economici vengono riconosciute le differenti posizioni che assumono nei confronti delle imprese. L'atteggiamento degli investitori istituzionali, può essere definito attivo<sup>30</sup> o passivo<sup>31</sup>, in funzione dell'orizzonte temporale dell'investimento e dell'interesse ad esercitare o meno il diritto di voto in assemblea.

---

29 Evensen S.T., in *Director from the outside: good governance inspired by democratic values*, 2006 Xlibris Corporation, definisce l'*outside director* come: *is a non-executive director and therefore not an insider, wich represents for istance the corporate leadership (an internal power base) or an influential owner (an external power base). S/he has a mission also to serve the atomists of the Fourth Party in the society in order to reach an understanding of the company's broader objectives to strenghten the overall organization and its adjacent activities to reach out through its networks to declare and live up to its Value Proposition to its most important stakeholder; namely, its atomist customer/ atomist user of product and services.*

30 Croci E., in *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, Franco Angeli Editore, 2011, p. 18, espone utili definizioni di investitore attivo: Armour e Cheffins (2009) riprendendo Chee (2004), definiscono l'attivismo degli azionisti come l'esercizio e l'implementazione dei diritti da parte degli azionisti di minoranza con l'obiettivo di incrementare lo *shareholder value* nel lungo periodo. Sjostrom (2008) lo definisce come colui il quale utilizza la propria quota azionaria per influenzare attivamente politiche e prassi della società.

31 Nordberg D., in *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley and Sons Inc., 2010, p. 414, sostiene che: *Investors may be docile, passive in their approach to the company, its strategy and its management. This may involve routinely voting with management at shareholder meetings or perhaps not voting at all. This is frequently the stance of index-tracking funds, wich are explicitly designed as low-cost operations. These funds seek to avoid the cost of voting and trading the shares they hold.*

In virtù del diverso atteggiamento assunto da questi importanti *players*, i principi enunciano una serie di raccomandazioni sulla *governance* degli investitori stessi così come sulle loro responsabilità di gestione, anche in relazione a società correlate e a società partecipate. I principi hanno una portata di carattere generale, che prescinde dalla normativa nazionale e dalle regole di quotazione proprie dei listini. Trattandosi di raccomandazioni globali, dovrebbero essere letti con la consapevolezza di come le regole locali e le norme culturali possono portare a diversi approcci nelle pratiche di *governance*. I codici nazionali riflettono gli standard locali e possono manifestare divergenze di orientamento su particolari tematiche. I membri dell'ICGN, consci di queste differenze, sostengono una flessibile applicazione dei Principi, per tenere conto delle circostanze specifiche delle singole imprese, degli investitori e dei mercati in cui operano. Le raccomandazioni sono soggette a modifiche periodiche in ragione della continua evoluzione delle norme e della prassi economica, vengono dunque rivisitati ad intervalli appropriati. Il contenuto dei principi è suddiviso in due parti: la prima dedicata al *Board of Directors*, la seconda agli *Institutional Investors*. Con riguardo al Board, vengono individuati nove principi: *Responsibilities*, *Leadership and independence*, *Composition and appointment*, *Corporate culture*, *Risk oversight*, *Remuneration*, *Reporting and audit*, *General meetings and Shareholder rights*. I principi aprono con la seguente affermazione: “*The board of directors should act on an informed basis and in the best long term interests of the company with good faith, care and diligence, for the benefit of shareholders, while having regard to relevant stakeholders*. Analizzando il periodo, alla base dell'attività del Consiglio viene innanzitutto ribadita la c.d. *Business Judgment Rule*, per cui il management è tenuto a prendere decisioni sulla base di informazioni e dunque in maniera ponderata. In secondo luogo essi sono tenuti ad agire in un'ottica di lungo termine guidati dalla diligenza e dalla buona fede, tenendo conto degli interessi degli stakeholder rilevanti. Viene dunque abbracciata l'ottica di una gestione ad ampio respiro, di lungo termine, che prende in considerazione non solo gli interessi degli azionisti ma anche degli altri soggetti che gravitano attorno all'impresa. Ai fini del presente lavoro, dopo aver contestualizzato il modo di agire del *board*, è opportuno soffermarsi sul *risk oversight* e sul *reporting and audit*. Il Consiglio di Amministrazione è il vertice organizzativo a cui compete la supervisione, l'esame e l'approvazione del risk appetite. Ciò è opportuno che avvenga con cadenza regolare ed ogni qualvolta si manifesta un cambiamento aziendale significativo, assicurandosi che l'approccio scelto sia funzionante e funzionale agli obiettivi e alle esigenze aziendali. L'approccio alla supervisione del rischio dovrebbe avere natura globale, includendo gli elementi di rischio a carattere finanziario, strategico, operativo, sociale, ambientale ma anche reputazionale. Il Consiglio dovrebbe dare l'esempio e favorire una cultura del rischio effettivo che incoraggi l'apertura a sfide costruttive. La cultura del rischio in azienda ed i processi con i quali vengono individuati e gestiti i rischi dovrebbero essere periodicamente valutati.

Il rischio dovrebbe riflettersi nella strategia dell'impresa e nell'allocazione delle risorse finanziarie. Esso dovrebbe essere gestito in modo razionale, libero da condizionamenti e dunque in maniera indipendente, con una visione dinamica e lungimirante. Il processo ha natura continua ed è caratterizzato dalla considerazione degli scenari plausibili. Infine è raccomandata l'adozione in seno al *board* di una *risk committee*. Con riguardo all'attività di *reporting e di audit*, deve essere assicurata un'equilibrata e comprensibile valutazione della reale posizione della società, nonché le prospettive future, nell'ambito dei *financial reporting* periodici. Solamente in questa maniera gli investitori sono in grado di valutare le performance, il modello di business e le prospettive di lungo termine. Le informazioni rilevanti dovrebbero essere comunicate tempestivamente al mercato, per consentire agli investitori di valutarle come fonte di rischio o di generazione di ricchezza. Eventuali problemi di *materiality* dovrebbero essere succintamente motivati nell'ambito della relazione annuale e preventivamente vagliati dal *board*. Il *Board* dovrebbe assicurare che il report finanziario annuale permetta la *true and fair view representation*, rispettando gli obblighi di legge in materia, garantendo che le informazioni rese siano rilevanti per gli investitori. Il CdA dovrebbe sorvegliare la creazione ed il mantenimento di un efficace sistema di controllo interno, la cui efficacia deve essere valutata rispetto a standard internazionali, testandone periodicamente l'adeguatezza. Nell'ambito della relazione annuale dovrebbe essere illustrata l'attività di valutazione dei rischi aziendali, la solidità, la liquidità e le minacce alla redditività dell'impresa, ma anche le ragioni per cui non è stata implementata la funzione di *internal audit* e come si è raggiunta l'adeguatezza in termini di *assurance* del sistema di controllo interno<sup>32</sup>.

### 1.1.3. Il Sarbanes-Oxley Act

Il 2002 è stato un anno molto difficile per la fiducia degli investitori del mercato statunitense ed internazionale. Gli scandali Enron, Worldcom, Global Crossing, Qwest Communication International, ImClone hanno portato alla distruzione di centinaia di miliardi di dollari di ricchezza, creando un clima di generale diffidenza nei confronti delle grandi *corporations* americane. Ciò ha spinto il Governo di allora guidato da G.W. Bush a prendere una posizione netta nei confronti degli avvenimenti, emanando in brevissimo tempo il Sarbanes-Oxley Act: il 30 luglio 2002 il Presidente ha firmato la legge che deve il nome alla combinazione del Sarbanes Bill e dell'Oxley Bill.

---

32 cfr. ICGN, *Global Governance Principles*, 2014, documento disponibile al link: [https://www.icgn.org/file/65/download?token=DY\\_GHtEO](https://www.icgn.org/file/65/download?token=DY_GHtEO).

Il SOX ha portato ad un forte inasprimento delle regole che non è stato esente da critiche. Numerosi studiosi hanno infatti messo a confronto i costi ed i benefici associati alle nuove disposizioni, giungendo alla conclusione che i primi sono superiori ai secondi. In particolare le ricerche sostengono che l'inasprimento delle norme si sia tradotto non solo in un aumento dei costi di *compliance*, ma anche in un incentivo alla quotazione sui mercati stranieri, ovvero di ricorrere al *delisting*, mettendo in tale maniera a repentaglio la competitività dei listini statunitensi<sup>33</sup>. I dubbi sull'efficacia di un così forte inasprimento delle norme sono condivisibili: spesso l'exasperazione di regole e pene e l'incremento delle verifiche e dei controlli, si dimostrano una terapia non particolarmente utile se le condotte e l'illecito non subiscono, in primo luogo, la condanna morale da parte degli individui<sup>34</sup>. La legge in questione copre numerosi aspetti inerenti la *Corporate Governance* ed il Sistema dei Controlli ed è composta da undici sezioni: *Title I Public Company Accounting Oversight Board*, *Title II Auditor Independent*, *Title III Corporate Responsibility*, *Title IV Enhanced Financial Disclosure*, *Title V Analyst Conflict of Interest*, *Title VI Commission Resources and Authority*, *Title VII Studies and Reports*, *Title VIII Corporate and Criminal Fraud Accountability*, *Title IX White –Collar Crime Penalty Enhancement*, *Title X Corporate Tax Returns*, *Title XI Corporate Fraud and Accountability*. Il SOX ha portato a numerose e stringenti modifiche normative in materia di consulenza e di revisione contabile delle società quotate nei listini statunitensi. E' stato creato il *Public Company Accounting Oversight Board*, (PCAOB, Comitato di vigilanza sulla contabilità delle società quotate in borsa) allo scopo di fornire uno strumento di controllo sui revisori delle società quotate in borsa, per evitare che si ripetessero situazioni come il caso Enron che hanno sancito la scomparsa dal mercato di una delle più antiche società di revisione statunitense: la Arthur Andersen. Il comitato sorveglia l'attività delle società di revisione, stabilisce standard di revisione e di controllo della qualità per le revisioni delle società quotate, effettua ispezioni di controllo qualità presso le società di revisione medesime<sup>35</sup>. Sono state inoltre separate le attività di revisione contabile da quelle di consulenza in maniera tale da ridurre le possibilità che vi sia un conflitto d'interesse. Certamente l'innovazione di maggior rilievo è contenuta nella *Section 404, Management Assessment of Internal Control*, ed è rappresentata dall'obbligo per il *Management* di emettere una attestazione annuale circa l'efficacia del sistema di controllo interno,

---

33 cfr. Fletcher W.H. Plette T.H., *The Sarbanes-Oxley Act: Implementation, Significance, and Impact*, Nova Science Publishers , 2008, p. 1.

34 cfr. Balzarini P., Carcano G. e Venturozzo M., *La società per azioni oggi, tradizione, attualità e prospettive*, 2007 Giuffrè Editore, p. 916.

35 cfr. Rusticali G., *Auditing e servizi di assurance. Un approccio integrato*, 2006, Pearson Education, p. 1.

inerente il Financial Reporting, e la conseguente necessità di ottenerne una certificazione da parte del revisore esterno. Sempre ai fini del sistema di controllo interno sull'informativa finanziaria (ICFR), la Section 302, *Corporate Responsibility for Financial Reports*, richiede al *CEO* ed al *CFO* di certificare di aver preso visione dei bilanci annuali e trimestrali, il loro perfetto allineamento rispetto a quanto richiesto dal *Securities Exchange Act* del 1934 e che le informazioni in essi rappresentate riflettono appieno le performance economiche e finanziarie dell'azienda. Ma anche di attestare che i *financial reports* non contengono alcun errore valutativo che possa minare l'affidabilità delle informazioni in essi contenute. Questo si traduce nella certificazione da parte del senior corporate management della veridicità del bilancio annuale e delle relazioni finanziarie della società quotata. Il SOX ha previsto anche la cosiddetta piena divulgazione o *full disclosure* delle transazioni che avvengono al di fuori del bilancio di esercizio (*off-balance sheet*) che possono influenzare la corretta rappresentazione delle condizioni finanziarie dell'impresa. Sono state aumentate le competenze della SEC e concesse maggiori risorse finanziarie, aumento prontamente concesso dopo ogni scandalo finanziario, per quanto la relativa scoperta sia ad opera di soggetti diversi dalla SEC<sup>36</sup>. La SEC ha inoltre il potere di imporre sanzioni civili derivanti da violazioni della legge federale, i cui proventi incrementano i fondi per risarcire i danni subiti dagli investitori a causa della cattiva condotta delle *corporations*. Per quanto riguarda il PCAOB, si tratta di una società privata senza scopo di lucro. Il *board* è costituito da cinque membri, dei quali solo due possono essere revisori contabili di professione. Tale restrizione ha il fine di evitare collusioni e rapporti ambigui con la categoria, garantendo indipendenza, integrità morale e la completa dedizione alla protezione degli interessi del pubblico e degli investitori. Sempre al fine di garantire una effettiva indipendenza dei membri, nessuno dei cinque può esercitare durante il proprio mandato altre attività commerciale, né potrà ricevere compensi o pagamenti da società di consulenza contabile o di revisione. I compiti del *board* consistono in: procedere alla registrazione delle società di revisione che preparano revisioni per società quotate, effettuare controlli su qualità, etica, indipendenza ed altri *standards* in relazione alla preparazione delle revisioni contabili, procedere alle ispezioni di società di revisione, ma anche avviare investigazioni e procedimenti disciplinari nei confronti del personale delle società di revisione. Non si fa distinzione fra imprese statunitensi e non, in quanto il principio di base è l'applicazione uniforme ai soggetti che si finanziano sul mercato statunitense. Pertanto presso tale organismo debbono registrarsi tutti i revisori che intendano prestare i propri servizi per le società quotate sul mercato americano.

---

<sup>36</sup> cfr. Dyck A., Morse A., Zingales L., *Who blows the whistle in Corporate fraude?* CEPR Discussion Paper numero DP 6126, 2007.

La separazione delle attività di revisione contabile da quelle di consulenza ha come obiettivo quello di evitare commistioni e dunque prevenire sul nascere un potenziale conflitto di interesse che si manifesta nel momento in cui la società di revisione offre altri servizi. La lista dei servizi e delle attività incompatibili è cospicua e non sembra lasciare zone d'ombra. Tuttavia la SOX ha previsto la possibilità da parte del *board* di prevedere delle eccezioni: eventuali altri servizi offerti dalla società di revisione devono essere necessariamente pre approvati da parte dell'*audit committee* della *corporation*. Rimanendo nell'ambito delle disposizioni mirate a garantire l'indipendenza del revisore, è stata prevista la *audit partner rotation*. E' fatto quindi divieto di avvalersi del servizio della medesima società di revisione per più di cinque anni, per evitare il fenomeno della cattura del revisore. La *audit comitee*, comitato in seno al CdA, è composta esclusivamente da membri indipendenti, ovvero soggetti i quali non hanno alcun rapporto economico-finanziario con l'emittente. E' considerato direttamente responsabile per la nomina, la fissazione del compenso ed il monitoraggio del lavoro svolto dalla società di revisione<sup>37</sup>. Sono state inoltre aumentate notevolmente le responsabilità dei vertici apicali della *corporation*, in particolare del CEO e del CFO, i quali sono civilmente responsabili per il contenuto delle relazioni finanziarie e dei bilanci delle società quotate. Gli amministratori sono personalmente responsabili anche in merito alla diffusione di notizie non veritiere nei confronti del mercato, di informazioni che non rappresentano fedelmente ed in maniera chiara la condizione finanziaria della società. La disciplina delle responsabilità di CEO e CFO, viene estesa anche alle società di diritto estero quotate sul mercato statunitense. E' opportuno precisare come tale previsione abbia fatto sorgere un forte dibattito sia sull'opportunità politica di in un tale provvedimento, ma anche sulla mancata volontà da parte di alcuni Stati europei di permettere che le loro società aderiscano<sup>38</sup>. Il nostro paese non ha effettuato alcuna opposizione sulla posizione delle imprese italiane che optano per il *double listing* in USA. Le società ammesse al mercato regolamentato sono altresì obbligate all'adozione di un codice etico conforme alle previsioni imposte dalla SEC; secondo la SOX infatti, ciascuna società ammessa al mercato regolamentato deve adottare specifici codici etici e di condotta che devono essere resi pubblici mediante reports che le imprese devono trasmettere annualmente alla SEC<sup>39</sup>.

---

37 cfr. Anaclerio M. - Miglietta A., *Internal auditing. Dalla teoria alla pratica*, Wolters Kluwer Italia, 2007, p. 80.

38 cfr. <http://www.irtop.com/blog/investor-relations-news/171-sarbanes-oxley-act-e-trasparenza-in-usa.html>.

39 cfr. Cadoppi A., *Enti e responsabilità da reato*, Wolters Kluwer Italia, 2010, p. 7.

#### 1.1.4. Le linee di azione della Commissione Europea per modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea

L'Unione Europea non è dotata, in tema di *soft law*, di un codice europeo di *corporate governance*. La scelta della Commissione nei confronti del tema discende dalla posizione espressa nel 2002 dall'*High Level Group* nel proprio "*Report of the High Level Group on Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*". In questo documento<sup>40</sup> il gruppo di esperti di diritto societario solleva dubbi in merito all'utilità di norme di carattere comunitario volte ad armonizzare i singoli codici nazionali. Si sostiene che un'eventuale regolamentazione europea avrebbe dovuto prevedere un numero elevato di disposizioni alternative, tante quante sono i diversi sistemi giuridici nazionali. Per questo motivo l'*High Level Group* ha esortato la Commissione Europea a non elaborare un codice europeo sul governo societario, lasciando ad essa piuttosto l'importante ruolo di coordinare i codici nazionali, soprattutto attraverso l'utilizzo delle raccomandazioni. Si tratta di strumenti normativi che permettono agli Stati membri di tener conto, in sede di attuazione, di eventuali fattori rilevanti a livello interno. Nonostante la scelta di non produrre un codice di condotta comunitario, vi è stato comunque un forte impulso da parte della Commissione Europea, nel corso dell'ultimo decennio, per delineare un quadro generale di azione finalizzato al miglioramento del diritto societario e delle pratiche di *corporate governance* all'interno dell'UE. L'obiettivo è quello di sostenere l'economia reale, aumentare il grado di efficienza e la competitività delle imprese europee a livello mondiale, nonché di rafforzare i diritti degli azionisti e la protezione dei terzi. Il processo di revisione normativa, avviato con il Piano d'Azione per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario nel 2003, ha subito un'accelerazione in tempi recenti a causa della crisi economica e finanziaria globale. Nel 2010 la Commissione ha infatti pubblicato il Libro Verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione: è servito per avviare una prima consultazione circoscritta alle banche e alle assicurazioni. Nel 2011 è stata la volta di un secondo Libro Verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, finalizzato all'individuazione di modalità per migliorare e riformare il sistema di *governance* delle società quotate in generale. Un ulteriore turno di consultazioni è stato effettuato nel 2012, avente come oggetto il futuro del diritto societario europeo. Gli esiti delle consultazioni hanno spinto la Commissione a pubblicare nel Dicembre 2012, il nuovo "*Piano d'Azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*"<sup>41</sup>.

---

<sup>40</sup> documento disponibile al link: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf).

<sup>41</sup> documento disponibile al link: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:52012DC0740>.

La Commissione mediante questo piano ha voluto esporre le future linee di azione da perseguire sia nel settore della *corporate governance* delle società quotate sia in quello del diritto societario. Il Piano d'Azione, che appare come una sorta di testo unico comunitario in materia societaria, indica tre principali linee d'intervento:

- a) il rafforzamento della trasparenza;
- b) la promozione dell'attivismo degli azionisti;
- c) il sostegno alla crescita e alla competitività delle imprese.

Nell'ambito degli sforzi della Commissione per rafforzare il governo societario all'interno dell'Unione Europea un documento di grande importanza è sicuramente il citato Libro Verde<sup>42</sup> sul quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario<sup>43</sup>. Esso è stato seguito da una consultazione nel 2011, i cui esiti sono riportati in un Feedback Statement<sup>44</sup>, nel quale la Commissione Europea ha riassunto i contributi espressi rispetto a ciascuno dei venticinque quesiti proposti, dai destinatari della consultazione: authorities, organismi professionali e singoli interessati, per un totale di 409 contributi. Prima di analizzare l'atteggiamento degli interpellati nei confronti delle tematiche rilevanti ai fini del presente elaborato, è opportuno precisare alcuni aspetti: innanzitutto la definizione di *corporate governance* fatta propria dalla Commissione ed in secondo luogo l'individuazione dell'ambito soggettivo di applicazione delle norme in materia di *corporate governance* a livello europeo.

---

42 Il Libro verde "*The EU corporate governance framework*" è disponibile al link: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:IT:PDF>. Il Libro Verde costituisce uno strumento di riflessione su uno specifico tema, pubblicato dalla Commissione per avviare consultazioni pubbliche su determinate tematiche e raccogliere le osservazioni necessarie per poter elaborare una proposta legislativa. Sulla base degli esiti la Commissione adotta in genere Libri Bianchi, i quali contengono dettagliate proposte di azione comunitaria in un determinato settore. I Libri Verdi rientrano nella categoria degli atti atipici, in quanto non sono contemplati tra gli atti giuridici previsti dal Trattato sul funzionamento dell'UE, sono privi di efficacia vincolante.

43 cfr. S. Alvaro S. - Lupini B., *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderni Giuridici Consob, Aprile 2013, pp. 10-11.

44 Il Feedback Statement. Summary of responses to the Commission Green paper on the EU corporate governance framework è disponibile al link: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedbackstatement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedbackstatement_en.pdf).

La Commissione adotta una definizione di *corporate governance* in cui è considerata come il sistema di gestione e controllo che, da un punto di vista economico, tende a risolvere i tradizionali problemi di agenzia: 1) quelli tra *principal* ed *agent*, ovvero tra management ed azionisti, nel caso in cui l'impresa sia a capitale diffuso 2) quelli tra il gruppo di azionisti di controllo e non, nel caso di azionariato concentrato 3) quelli tra chi controlla la società e gli *stakeholders* diversi dai soci, fattispecie che trova applicazione a prescindere dalla struttura proprietaria. Dal punto di vista strettamente giuridico il sistema è delineato da una complessa normativa comunitaria e nazionale. La normativa può avere natura di *hard law* e di *soft law*. I singoli Stati membri dell'UE, nel rispetto del principio di libera iniziativa economica dal quale discende il corollario della libera organizzazione dell'impresa - hanno utilizzato lo strumento dell'*hard law* principalmente al fine di imporre alle società quotate l'obbligo di rendere noto il proprio grado di osservanza alle regole fissate dai codici di *corporate governance* nazionali, nonché di spiegare eventuali disallineamenti rispetto alle stesse<sup>45</sup>. Si spiegano così le disposizioni contenute nella Direttiva 2006/46/CE che ha reso obbligatorio per le società quotate di dichiarare nell'ambito dell'annuale relazione sul governo societario a quale codice di condotta hanno aderito. Inoltre sono tenute a dare attuazione al principio del cosiddetto *comply or explain*<sup>46</sup>, ovvero "adeguati o spiega le ragioni per cui ti sei discostato dalla norma". Per quanto riguarda l'ambito soggettivo di applicazione delle regole di *corporate governance*, due sono state le questioni di portata generale affrontate nel Libro Verde: 1) se debba essere emanata una normativa europea differenziata per le piccole e medie imprese quotate; 2) se la normativa sul governo societario europeo debba riguardare anche le imprese non quotate. Ad entrambe le questioni preliminari poste dalla Commissione, gli interpellati hanno, nell'ambito del processo di consultazione, risposto negativamente. Tale contrarietà all'introduzione di un regime di governo societario differente in funzione della dimensione delle imprese è giustificata, secondo gli interpellati, dall'elevato margine di flessibilità assicurato dal principio del *comply or explain*.

---

45 cfr. S. Alvaro S. e Lupini B., *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderni Giuridici Consob, 2013, pp. 12-14.

46 Du Plessis J.J., Hargovan A., Mirko Bagaric M., Harris J., in *Principles of Contemporary Corporate Governance*, Cambridge University Press, 2014, a proposito del *comply or explain*: *The comply or explain approach is the trademark of corporate governance in the UK. It has been in operation since the Code's beginnings and its foundation of the Code's flexibility. It is strongly supported by both companies and shareholders and has been widely admired and imitated internationally.* Keay A. in *Board Accountability in Corporate Governance*, Routledge, 2015, p. 2022, ancora a proposito del *comply or explain*: *In voluntary codes, the principle is used to ensure that there is a form of accountability.*

Il Gruppo di esperti di diritto commerciale europeo ha proposto la creazione di un sistema fondato su gradi crescenti di regole di governo societario, proporzionati alla complessità del mercato in cui i titoli delle società quotate vengono trattati<sup>47</sup>. Anche per quanto concerne l'introduzione di norme comunitarie in materia di governo societario dedicate alle imprese non quotate, la maggior parte degli interpellati ha risposto in maniera negativa. Secondo gli interpellati, la scelta deve essere fatta a livello nazionale ed inoltre l'attuale quadro normativo in materia di *corporate governance* per le imprese quotate appare difficilmente riproponibile per le piccole imprese oltre ad essere oneroso. Inoltre è opportuno ricordare che il sistema dei controlli è nato per far fronte ai problemi di agenzia che difficilmente si manifestano in imprese non quotate, ovvero si manifestano in termini diversi, ma non giustificano comunque un intervento di questa portata. All'interno del Libro Verde, la Commissione Europea ha individuato tre aree tematiche sulle quali avviare la consultazione: a) l'organo di amministrazione; b) gli azionisti; c) il principio del *comply or explain*. Con riguardo al *board*, ci si è occupati in primo luogo della composizione, ma anche del funzionamento. Ci riferiamo in particolare al tempo e all'impegno dedicato da parte degli amministratori alla propria funzione, alla necessità di prevedere meccanismi di *board performance evaluation*, alla remunerazione dei *managers*, alla responsabilità del *board* nella gestione dei rischi. Per quanto concerne il sopracitato principio del *comply or explain*, il documento della Commissione ribadisce come sia il pilastro portante dell'intero quadro normativo dell'UE in materia di governo societario, ma sottolinea alcune inefficienze emerse da uno studio comunitario sui sistemi di monitoraggio e di controllo dell'applicazione dei Codici di Governo Societario negli Stati membri. Ciò che si registra a tal proposito è che, nella maggioranza dei casi, la qualità delle motivazioni fornite dalle società che decidono di discostarsi dalle raccomandazioni del singolo codice è insoddisfacente. In molti Stati membri, inoltre, il monitoraggio sull'attuazione dei codici è insufficiente. Il meccanismo *comply or explain* funzionerebbe meglio, a parere della Commissione, qualora gli organismi di controllo, come le autorità di regolamentazione finanziaria, le borse valori o altri soggetti, fossero autorizzati a verificare la completezza delle informazioni disponibili, nonché le spiegazioni rese dalle società in relazione al mancato rispetto di una certa raccomandazione contenuta nel singolo codice di autodisciplina adottato. Nel 2010, con il Libro Verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione, la Commissione Europea aveva segnalato come la gestione dei rischi fosse uno degli elementi chiave del governo societario e che molti grandi istituti finanziari erano scomparsi nel corso della crisi finanziaria scatenata nell'autunno 2008 dal fallimento della banca *Lehman Brothers*,

---

47 cfr. Alvaro S. - Lupini B., *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderni Giuridici Consob, 2013, pp. 15-17.

proprio per aver trascurato alcune regole basilari di controllo e di gestione dei rischi<sup>48</sup>. In ogni caso, a prescindere dallo specifico campo di attività in cui opera e dalle relative dimensioni, ogni società si trova ad affrontare una serie di rischi. Deve dunque sviluppare un'adeguata cultura del rischio ed efficaci strategie per la gestione. Una politica di gestione dei rischi efficace e coerente, deve chiaramente avere un approccio *top down*, ossia essere decisa a livello di organo di amministrazione. A quest'organo spetta, pertanto, la responsabilità di definire il profilo di rischio di una determinata organizzazione in funzione della strategia seguita. Stante la diversità di disciplina dell'organo di amministrazione (*one tier, two tier* o italiano), è imprescindibile stabilire chiaramente i ruoli e le responsabilità di tutte le parti coinvolte nel processo di *risk management*, vale a dire organo di amministrazione, singoli amministratori, dirigenti e tutto il personale operativo addetto alla funzione di gestione del rischio. Le principali linee di intervento esposte nel Piano d'Azione prevedono il rafforzamento della trasparenza. Le azioni delineate dalla Commissione mirano ad introdurre nuovi obblighi di informazione in merito alla composizione del *board* e alla politica di gestione dei rischi "non finanziari" delle società, a migliorare il contenuto delle informazioni riportate nelle relazioni sul governo societario, ad aumentare la conoscenza dell'identità del proprio azionariato da parte delle società e ad introdurre nuove regole di trasparenza in materia di politiche di voto degli investitori istituzionali all'interno delle società partecipate. Le linee di azione prevedono anche un maggiore coinvolgimento degli azionisti attraverso l'incoraggiamento ad un'attiva partecipazione al governo societario<sup>48</sup>.

---

48 cfr. Alvaro S. - Lupini B., *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderni Giuridici Consob, 2013, pp. 18-63.

### 1.1.5. La direttiva Shareholders' right

L'11 luglio 2007 è stata approvata dal Parlamento Europeo e dal Consiglio la Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti nelle società quotate. La Shareholders' Right Directive si inserisce nell'ambito della realizzazione del Piano d'azione *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union* lanciato dalla Commissione europea nel 2003, nel quale, tra l'altro, era stata segnalata la necessità di rafforzare i diritti degli azionisti delle società quotate e di agevolare l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto. Nella direzione del rafforzamento dei diritti dell'azionista di società quotate sotto il profilo di una maggiore fruibilità delle informazioni societarie, la Direttiva, ha inteso introdurre norme minime per l'avvicinamento delle legislazioni europee, volte a proteggere gli investitori e a promuovere l'esercizio agevole e effettivo dei diritti degli azionisti<sup>49</sup>. In particolare, la Direttiva disciplina:

- 1) la convocazione dell'assemblea, definendone termini specifici, modalità di diffusione dell'avviso di convocazione e suo contenuto e gli obblighi di informativa preassembleare, specificando quali documenti debbano essere messi a disposizione del pubblico ed entro quali termini;
- 2) il diritto dei soci di integrare l'ordine del giorno e di presentare proposte di delibera, prevedendo, in particolare, che gli Stati membri assicurino tali diritti agli azionisti, eventualmente anche subordinandoli alla detenzione di una partecipazione minima al capitale delle società;
- 3) la partecipazione all'assemblea, dettando disposizioni relative alla legittimazione all'esercizio del voto. In particolare la Direttiva vincola gli Stati membri a prevedere che "i diritti di un azionista di partecipare in assemblea e di votare ... siano determinati dalle azioni detenute da tale azionista a una determinata data precedente l'assemblea" (c.d. record date). Tale previsione è incompatibile con quei sistemi di legittimazione degli azionisti che prevedono limiti al trasferimento delle azioni nel periodo precedente la data dell'assemblea od obblighi di deposito delle stesse, finalizzati ad assicurare che i soggetti legittimati all'esercizio del diritto di voto siano effettivamente ancora titolari, alla data dell'assemblea, delle azioni per cui sono stati legittimati. Per quanto riguarda il conferimento della rappresentanza per l'esercizio del voto, la Direttiva introduce significative novità al fine di ampliare la possibilità di votare delegando un rappresentante.

---

<sup>49</sup> cfr. Fratini M. - Gasparri G., *Il Testo Unico della Finanza, Edizione n. 47*, UTET Giuridica, 2012, p. 1034.

A tale fine, viene vietato agli Stati membri di prevedere ulteriori limiti al conferimento delle deleghe di voto rispetto a quelli indicati nella Direttiva stessa. Devono dunque essere abrogate le norme nazionali “che limitano, o consentono alle società di limitare, l’idoneità di persone a essere designate come rappresentanti” e di quelle che vietano il conferimento della delega nei casi di potenziale conflitto di interessi fra azionista e rappresentante. Sono, inoltre, state previste alcune agevolazioni sotto il profilo procedurale per il conferimento della delega di voto, che deve poter avvenire anche con mezzi elettronici. Per quanto concerne la partecipazione e l’esercizio del voto a distanza, la Direttiva vincola gli Stati membri a consentire l’uso dei mezzi elettronici sia per partecipare alle assemblee, sia per esercitare il diritto di voto. Eventuali requisiti e/o vincoli potranno essere previsti solo se “necessari per assicurare l’identificazione degli azionisti e la sicurezza delle comunicazioni elettroniche e solo nella misura in cui detti requisiti e vincoli siano proporzionati al raggiungimento di tali obiettivi”;

- 4) il diritto del socio di porre domande, garantendo che il diritto dei soci di porre domande inerenti ai punti all’ordine del giorno trovi un riscontro nell’obbligo della società di rispondere alle domande ricevute;
- 5) il rendiconto della votazione e relativi obblighi di pubblicità, determinando un contenuto minimo per la proclamazione dei risultati delle votazioni assembleari e un termine massimo per la pubblicazione degli stessi.

La Direttiva è stata recepita nel nostro ordinamento con il Decreto legislativo n.27 del 2010 di attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. L’applicazione di parte della disciplina è stata posticipata per consentire l’adozione delle relative disposizioni di attuazione e permettere agli emittenti di adeguarvisi. Inoltre, il decreto legislativo non si è limitato al recepimento della direttiva ma anche ad apportare modifiche al dlgs n.58/1998 T.U.F., in relazione ad altre materie, comunque connesse con la disciplina delle assemblee e l’esercizio dei diritti nelle società quotate, oltre ad aver dettato le necessarie norme di coordinamento con altre leggi di settore<sup>50</sup>. Ci si deve dunque chiedere in quale misura le nuove disposizioni, frutto del recepimento della direttiva, permettano di rafforzare la partecipazione degli azionisti, rendendo l’assemblea qualcosa di più che un vuoto rito.

---

<sup>50</sup> cfr. Consob, *Documento di Consultazione del 05/08/2010*, pp. 4-7, documento disponibile al link: [www.consob.it/documenti/.../consultazione\\_emittenti\\_20100805.pdf](http://www.consob.it/documenti/.../consultazione_emittenti_20100805.pdf).

L'assenteismo dei soci è in vero uno dei principali problemi che la Direttiva, con le sue previsioni, ha come obiettivo di superare. Quanto alle nuove norme in punto di legittimazione all'intervento in assemblea e ad esercitare tutti i diritti corporativi correlati alla partecipazione sociale, ovvero il diritto di voto, il diritto di integrare l'ordine del giorno ma anche della presentazione di una lista di candidati per le cariche sociali, non vi è dubbio che il sistema della *record date*, introdotto dal nuovo art. 83 *sexies* del T.U.F., ai sensi del quale la legittimazione si misura in funzione della titolarità di azioni ad una data fissa e predeterminata antecedente all'assemblea, rendendo irrilevanti le successive vicende traslative irrilevanti, sia funzionale nella prospettiva di soddisfare le istanze dell'azionista investitore, ovvero istituzionale. Viene dunque nettamente superata l'impostazione previgente che assoggettava a vincolo di indisponibilità le azioni depositate in vista della partecipazione all'assemblea (nelle società quotate tale sistema non è più prevedibile neanche per scelta statutaria). Il sistema della *record date* accresce la possibilità di monetizzare il valore delle azioni, sfruttando un'eventuale tendenza al rialzo del titolo magari proprio per le attese sui possibili esiti di una determinazione assembleare. Tuttavia questa disciplina è poco funzionale a garantire che la decisione si possa considerare l'esito di una autentica volontà sociale, nel senso cioè di riferibile collettivamente a tutti i soci<sup>51</sup>. L'introduzione della *record date* per l'intervento e l'esercizio del voto in assemblea ha effetti anche con riguardo all'impugnazione dell'assemblea e sull'esercizio del diritto di recesso. Nella prima versione del D.Lgs. sottoposto a consultazione pubblica era espressamente esclusa la possibilità da parte di chi era divenuto proprietario delle azioni dopo la *record date* ma prima dell'assemblea di poter impugnare la delibera assembleare. Tuttavia il legislatore ha successivamente optato per la soluzione opposta, ovvero riconoscere al terzo acquirente successivo alla *record date*, ma prima della riunione assembleare, sia la facoltà di chiedere l'annullamento della delibera sia la facoltà di recedere. La strada scelta dal legislatore sembra anche in contrasto con l'orientamento di fondo della riforma del 2003, basata sulla spersonalizzazione dei titoli ovvero sulla oggettivizzazione della partecipazione. Inoltre questa previsione potrebbe portare a risultati paradossali: l'acquirente successivo alla *record date* potrebbe impugnare la delibera anche se il titolare dei medesimi titoli alla data fissata per la *record date*, abbia successivamente espresso parere favorevole nei confronti della delibera assegnata<sup>52</sup>. Ciò significa dunque riconoscere il voto favorevole di un soggetto, ma lasciare salva la possibilità al subentrante di rimettere in gioco quanto stabilito anche grazie a quei titoli che hanno contribuito a formare la decisione oggetto di impugnazione.

---

<sup>51</sup> cfr. Guizzi G., *RDS. Rivista di diritto societario interno, internazionale comunitario e comparato*, Giappichelli Editore, 2011, p. 7.

<sup>52</sup> cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, p. 101.

La partecipazione dei soci all'assemblea è inoltre assicurata mediante lo strumento della delega assembleare. Nel corso del tempo questo strumento è stato segnato da fenomeni di abuso a danno dei soci rappresentanti e a vantaggio di gruppi di controllo. Nonostante il manifesto programmatico di agevolare la partecipazione all'assemblea dei piccoli azionisti attraverso la facilitazione del voto per delega, le nuove discipline sulla rappresentanza e deleghe di voto sembrano, in vero, assumere la portata di strumento di stabilizzazione del controllo<sup>53</sup>. Con riferimento alle società quotate infatti, è fatta esplicita richiesta di superare qualsiasi vincolo esistente. Le nuove regole disciplinano le formalità per il conferimento della delega, prevedendo anche l'uso di mezzi elettronici, in deroga al principio generale dell'unicità del rappresentante in assemblea, prevedendo la possibilità di nominare più rappresentanti. Disciplinano espressamente ipotesi tipiche di conflitto di interessi tra rappresentante e rappresentato, come il caso di delega conferita ai partecipanti alla funzione amministrativa e di controllo, introducono la possibilità della nomina di un rappresentante designato dalla società alla raccolta delle deleghe dei soci. Ne risulta così un sistema completamente rimodellato dell'istituto della sollecitazione di deleghe di voto attraverso la rimozione di quei presupposti, quali la necessaria intermediazione nella raccolta e l'obbligo di un possesso azionario minimo per il soggetto interessato a darvi impulso e che assumeva la posizione del committente della medesima, che rendevano la procedura di difficile applicazione. La rimozione dei limiti di natura soggettiva permette il conferimento di deleghe di voto anche a favore oltre che dei soci di riferimento, degli stessi componenti del CdA ed in genere ad altri esponenti del management<sup>54</sup>. Tale opzione non fa altro che radicalizzare l'influenza dominante degli stessi azionisti di controllo di cui usualmente anche il management è espressione, ovvero là dove ci si trovasse a ragionare di autentiche public company, addirittura per radicalizzare il fenomeno della scissione tra proprietà e controllo, segnando così il definitivo trionfo della *managerial devolution*<sup>55</sup>. La sollecitazione delle deleghe di voto trova ampi spazi di applicazione in esperienze straniere dove le imprese sono contraddistinte dall'azionariato diffuso, ovvero ai casi in cui il gioco assembleare sia realmente aperto, allorché non esista una sicura e predefinita maggioranza. Nei sistemi europei, caratterizzati da un alto tasso di concentrazione azionaria, difficilmente lo strumento si rivelerà utile per minoranze qualificate<sup>55</sup>.

---

53 cfr. Guizzi G., *RDS. Rivista di diritto societario interno, internazionale comunitario e comparato*, Giappichelli Editore, 2011, pp. 9-10.

54 cfr. Lucantoni P., *Il voto in assemblea: dall'organizzazione al mercato*, Giappichelli Editore, 2012, p. 153.

55 cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, p. 107.

## 1.2. Il quadro nazionale

### 1.2.1. Evoluzione normativa e disciplina civilistica

Il tessuto imprenditoriale italiano è da sempre caratterizzato da imprese di dimensione medio piccola a controllo familiare e da un numero ridotto di grandi imprese. Ciò ha fatto sì che il mercato dei capitali fosse poco sviluppato e che vi fosse un esiguo interesse per il governo societario. L'evoluzione normativa del diritto delle società di capitali dopo la codificazione del 1942, è stata attuata con il meccanismo dell'interpolazione del testo originario, ovvero, soprattutto per le società aperte, con l'intervento di legislazione speciale integrativa o derogativa dei precetti codicistici. Volendo effettuare una schematizzazione di matrice cronologico funzionale, si possono identificare tre periodi di fondo nell'evoluzione della disciplina interna in materia di *corporate governance* delle società per azioni, caratterizzati da tre tipologie diverse di intervento sull'impianto codicistico originario<sup>56</sup>. Nell'originale stesura del codice civile, il legislatore, si era ispirato ad un modello di società chiusa e a ristretta base azionaria<sup>57</sup>. Il primo periodo, che ha occupato i primi trent'anni di vigilanza del codice unificato, è stato caratterizzato da un importante dibattito dottrinale sull'adeguatezza delle norme in tema di organi sociali e di diritti degli azionisti, che ha condotto alla redazione di alcuni progetti di riforma del diritto societario non tradotti in chiave positiva (fase dell'elaborazione dottrinale). Il secondo periodo, che va dalla metà degli anni settanta alla metà degli anni novanta, è stato segnato dai primi interventi del legislatore, ma a carattere non organico, ovvero di tipo indiretto e preparatorio. Il terzo periodo infine, iniziato con la c.d. legge Draghi del 1998 (T.U.F.), è caratterizzato da un processo di riforma organica della disciplina della società di capitali, in particolare di quelle quotate, che ha avuto come elemento centrale, la novellazione dei precetti in tema di *governance* (fase della riforma organica)<sup>56</sup>. A partire dai primi anni novanta, si è quindi assistito ad un'inversione di tendenza: il legislatore, le autorità di vigilanza e gli accademici anche grazie alla spinta proveniente dalla globalizzazione dei mercati finanziari, hanno cominciato a ravvisare la necessità di porre attenzione sul tema specifico. Così sono state via via emanate una serie di norme e di regolamenti che hanno contribuito a creare un sistema di *governance* italiano. Ci riferiamo in particolare al d.lgs. n. 385/1993 (T.U.B.), alla legge n. 332/1994 in tema di privatizzazioni, al D.lgs. n. 58/1998 (T.U.F), alla riforma del diritto societario attuata con il D.lgs. n. 6/2003, all'adozione del c.d. Codice Preda, meglio conosciuto come Codice di Autodisciplina delle Società quotate e, da ultimo, alle disposizioni per la tutela del risparmio e per la disciplina dei mercati

---

<sup>56</sup> cfr. Poli S., *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, Giuffrè Editore, 2010, p. 43.

<sup>57</sup> cfr. Gasparri G., *I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana ed i problemi aperti*, Quaderni Giuridici Consob, 2013, p. 26.

finanziari, di cui alla legge n.262/2005<sup>58</sup>. Il sistema dei controlli delle società quotate delineatosi a seguito dei numerosi interventi legislativi è caratterizzato dalla presenza di una pluralità di organismi e funzioni che convivono in modo non sempre coerente e generano spesso appesantimenti organizzativi e funzionali. La stratificazione degli interventi legislativi che sono stati spesso innescati da scandali finanziari ha generato delle inefficienze tali per cui l'attuale assetto dei controlli è considerato da molti eccessivamente oneroso e una semplificazione appare doverosa e utile. La semplificazione deve però essere intesa come una razionalizzazione del complesso delle strutture e dei meccanismi di controllo: essa non mira infatti a un mero alleggerimento di oneri ma piuttosto ad aumentare l'efficacia e la coerenza del sistema dei controlli<sup>59</sup>. Il sistema dei controlli, elemento centrale del governo societario, sin dall'entrata in vigore del codice civile nel 1942 è stato oggetto di vivaci dibattiti dottrinali. Il dibattito sull'efficienza, sull'organizzazione e sull'indipendenza dei controllori non è dunque una prerogativa esclusiva dei nostri tempi ma una costante del tema, nel tentativo di dare risposte a quelle che sono le diverse esigenze che si manifestano nel corso del tempo nella vita delle imprese. Da più parti era avvertita l'esigenza di addivenire ad una riforma del sistema delineato nel 1942<sup>60</sup>. Il corretto funzionamento della società per azioni trova fondamentale presidio in una adeguata vigilanza sull'esercizio della funzione gestoria e, più in generale, sulla correttezza e sulla legalità dell'attività sociale. Il contenuto della vigilanza è riassunto icasticamente nell'attuale formula dell'articolo 2403 c.c. che, riferito al Collegio Sindacale, parla di *controllo sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società, e sul suo concreto funzionamento*<sup>61</sup>.

---

58 cfr. Singer P. - Sirianni C. A., *La corporate governance: Elementi di teoria e profili operativi*, Giappichelli Editore, 2013, pp. 34-35.

59 cfr. Enriques L., *Il sistema legale dei controlli nelle società di capitali*", *Convegno annuale di studi dell'Associazione Gian Franco Campobasso per lo Studio del Diritto Commerciale e Bancario, Tavola rotonda "I rapporti fra organi di controllo e i rapporti fra organi di controllo e organi di governance*, documento disponibile al link: [http://www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/intervento\\_enriques\\_2011-09-29.pdf](http://www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/intervento_enriques_2011-09-29.pdf).

60 cfr. Fondazione Aristeia, *Il sistema dei controlli nella riforma del diritto societario, i modelli alternativi di controllo interno*, Documento n. 16, p. 1, documento disponibile al link: <http://www.fondazioneazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari16c.pdf>

61 cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, p. 177.

Tale funzione spetta appunto al Collegio Sindacale nell'ambito del sistema di amministrazione e controllo tradizionale e invece al Comitato per il Controllo sulla Gestione nel sistema monistico, al Consiglio di Sorveglianza nel dualistico. Non vi è più infatti, a seguito della riforma del 2003, un unico modello di riferimento per l'assetto organizzativo e amministrativo della S.p.a.: accanto al sistema tradizionale, basato su una struttura di natura tripartita, figlia del tempo in cui è stato concepito, il legislatore del 2003 ha inserito due ulteriori modelli di amministrazione e controllo. Si tratta del sistema monistico o *one-tier* -di derivazione anglosassone, caratterizzato dall'assenza del collegio sindacale e dalla presenza dell'organo di controllo direttamente in seno al CdA- e dal sistema dualistico o *two-tier*. La disciplina degli emittenti quotati tuttavia, non si limita ad attribuire in via esclusiva al Collegio Sindacale, alla *Audit Committee* o al Consiglio di Sorveglianza –a seconda del modello di organizzazione e controllo prescelto- la funzione di controllo. Essa è infatti distribuita su una serie di attori aziendali che nell'*unicum* contribuiscono, assieme alle procedure, a formare il sistema dei controlli interni. Nella legislazione italiana, tale espressione ha fatto ingresso, con portata generale per le società quotate, a seguito dell'entrata in vigore del D.Lgs. n.58/1998, che ha affidato al Collegio Sindacale la vigilanza sulla relativa adeguatezza. Importante nel delineare l'attuale ruolo del sistema di controllo interno è altresì il contributo dato dal D.Lgs. n.6/2003, cioè dalla riforma del diritto societario. Grazie a questo intervento normativo è stato conferito esplicitamente al consiglio di amministrazione di tutte le imprese azionarie, un ruolo di *monitoring* sull'attività gestoria, curata dagli amministratori esecutivi. Nel quadro degli interventi del legislatore volti a configurare e articolare il sistema dei controlli interni, emerge il D.Lgs. n.231/2001: attraverso l'introduzione dell'obbligo delle società di dotarsi di appositi modelli organizzativi, il legislatore ha voluto non tanto porre in essere una forma di riparo-scudo della società dall'applicazione delle sanzioni previste, ma piuttosto sollecitare le società stesse ad organizzare proprie strutture ed attività in modo da assicurare adeguate condizioni di salvaguardia degli interessi protetti. Si è cioè attribuita alle società una responsabilità sociale più ancora che penale per le scelte da esse compiute<sup>62</sup>. Il sistema dei controlli è stato inoltre significativamente influenzato dalla l. n.262/2005, c.d. legge sul risparmio. La legge è stata la risposta più immediata del legislatore ai crack Cirio e Parmalat. All'interno di un più ampio ventaglio di misure dirette a rafforzare l'attendibilità dell'informazione al pubblico di natura finanziaria, l'elemento di maggiore rilevanza introdotto dalla legge è la figura del dirigente preposto alle scritture contabili.

---

62 cfr. Previtali P., *Modelli organizzativi e compliance aziendale. L'applicazione del D.Lgs. 231/2001 nelle imprese italiane*, Giuffrè Editore, 2009, p. 111.

La disciplina originaria si ispirava alla legislazione degli Stati Uniti d'America del Sarbanes Oxley Act, la quale impone obblighi di certificazione della verità e correttezza dei conti annuali e trimestrali a carico del *principal executive officer* e del *principal financial officer*. Secondo la ricostruzione comune in dottrina, la legge sulla tutela del risparmio, con il dirigente preposto alle scritture contabili, non ha introdotto una nuova figura nell'organizzazione dell'impresa, ma ha dato uno specifico rilievo giuridico esterno ad una posizione già prevista negli organigrammi delle organizzazioni aziendali di maggiore complessità. Si tratta della figura apicale di quella parte della struttura amministrativa della società dedicata alla elaborazione dei documenti contabili, ovvero del *Chief Financial Officer*<sup>63</sup>. Per quanto concerne i compiti di tale soggetto, questi sono disciplinati dall'articolo 154-bis del TUF e consistono in: predisporre adeguate procedure amministrativo-contabili per la formazione del bilancio di esercizio, del bilancio consolidato e di ogni altra comunicazione di carattere finanziario (*financial reporting*) ma anche certificare l'attendibilità dei relativi bilanci e la corrispondenza tra le comunicazioni effettuate al mercato e le scritture contabili. Accanto all'introduzione di questa figura, o meglio alla sua formalizzazione giuridica, la legge sul risparmio è intervenuta in merito alla composizione del CdA e del Collegio Sindacale al fine di garantire la presenza di rappresentanti della minoranza (si parla ancora di rappresentanza e non di rappresentatività del generale interesse degli azionisti). Per riassumere, con riferimento al sistema di amministrazione e controllo nel nostro paese, le ripartizioni di responsabilità nell'attuale quadro normativo sono le seguenti:

- gli organi delegati curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alla dimensione dell'impresa (articolo 2381 comma 5 c.c.);
- il Consiglio di Amministrazione ne valuta l'adeguatezza sulla base delle informazioni ricevute (articolo 2381 comma 5 c.c.);
- il Collegio Sindacale (articolo 2403 comma 1 c.c.) o il Consiglio di Sorveglianza (articolo 2409-terdecies, comma 1 lettera c) c.c.) o il Comitato per il Controllo sulla Gestione (articolo 2409-octiesdecies, comma 5, lettera b) c.c.) vigilano sull'adeguatezza. Anche l'articolo 149 comma 1 lettera c) del T.U.F., tra i doveri del Collegio Sindacale annovera la vigilanza sull'adeguatezza del sistema di controllo interno.

---

63 cfr. Benvenuto L., *Il dirigente preposto nei rapporti con gli organi sociali*, in Note e Studi a cura di Assonime, 2012, pp. 2-3, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletDocAllegati?idSelectedDocument=239824&idSelectedDocumentType=374&idSelectedAttach=240016&reserved=false>.

A ciò si aggiungono le specifiche previsioni per gli emittenti quotati nei mercati regolamentati, ovvero le competenze assegnate al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, il quale predispone adeguate procedure amministrative e contabili per la formazione del bilancio di esercizio e, ove previsto del bilancio consolidato nonché di ogni altra informazione a carattere finanziario (articolo 154-bis TUF). In conclusione, la verifica sull'adeguatezza della struttura organizzativa, amministrativa e contabile, e quindi sul sistema di controllo interno che ne è articolazione necessaria, è oggi compito espressamente assegnato sia al CdA come plenum, sia all'organo di controllo, anche se con tipologie di controllo diverse: di valutazione il primo, di vigilanza e ispezione il secondo. Il sistema dei controlli, sviluppatosi in modo disorganico tra riforma di diritto comune, interventi nei settori vigilati e leggi speciali si configura oggi come ampiamente problematico. Il problema aperto tra gli operatori è quello di assicurare le condizioni di coordinamento nel complesso meccanismo istauratosi, ovvero i rapporti tra funzioni (le diverse fattispecie dei controlli, e ci riferiamo in particolare alle tre linee di controllo in cui si articola allo stato dell'arte, il SCI degli emittenti strutturati) e i diversi organi deputati, ovvero sindaci, revisori, amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, *leading independent director*, comitato audit, preposto al controllo interno, responsabile dei documenti contabili, organismo di vigilanza<sup>64</sup>. A questi ambiti di sovrapposizione, alle necessità di coordinamento e di snellimento daremo trattazione nei capitoli successivi.

---

<sup>64</sup> cfr. Montalenti P., *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Giuffrè Editore, 2011, pp. 168-169.

### 1.2.2. Il D.Lgs. n. 58/1998 ovvero T.U.F.

Tralasciando le implicazioni relative ai c.d. sistemi alternativi ai quali comunque non mancheremo di fare riferimento, il sistema tradizionale di amministrazione e controllo delle società per azioni, come noto, è basato sulla distinzione tra due organi con specifiche funzioni: il Consiglio di Amministrazione, a cui spetta la gestione della società e il Collegio Sindacale, a cui compete la funzione di controllo sulla gestione. Negli emittenti quotati nei mercati regolamentati, prima dell'entrata in vigore del D.Lgs n. 58/98, i sindaci, dovendosi confrontare con i bilanci di aziende complesse e le disposizioni del codice civile che prevedevano ancora le verifiche trimestrali di cassa, concentravano fortemente la propria attività di controllo su quello di tipo contabile. Questo ha avuto due ordini di conseguenze: in primis ha creato un problema di *overshooting* di ruoli e, conseguentemente, d'individuazione di responsabilità tra tale organo di controllo endosocietario e le società di revisione a cui, con il D.P.R. 136/75, era stato attribuito il controllo sulla contabilità delle società quotate. In secondo luogo ha ritardato in Italia lo sviluppo della cultura del controllo interno. E' solo grazie all'introduzione del Testo Unico della Finanza che si è operata una completa e chiara ripartizione di competenze tra il collegio sindacale e la società di revisione, attribuendo a quest'ultima il controllo contabile in via esclusiva e valorizzando la funzione di sorveglianza sulla gestione da parte dei sindaci. Questa innovazione è di fondamentale importanza per superare una concezione dei controlli d'impresa ormai obsoleta e scarsamente convincente. Si inserisce in un insieme di strumenti volti a rafforzare la tutela delle minoranze, nel più ampio progetto di rivisitazione ed ammodernamento del sistema dei controlli sulla gestione degli emittenti quotati che il T.U.F. si prefiggeva. Tali obiettivi sono stati perseguiti anche grazie ad altri interventi, ovvero:

- compare per la prima volta in un testo normativo l'espressione "sistema di controllo interno". Tuttavia il TUF non ne fornisce una definizione esaustiva per la quale bisognerà attendere il Codice di Autodisciplina emanato da Borsa Italiana. La legge si limita ad annoverare tra i compiti del Collegio Sindacale la vigilanza sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli aspetti di competenza del sistema di controllo interno (articolo 149, comma 1) ed ad imporre a " coloro che sono preposti al controllo interno" l'obbligo di riferire " anche al collegio sindacale di propria iniziativa o su richiesta anche di uno solo dei sindaci"(articolo 150, comma 3). Questo basta comunque a dare rilevanza giuridica al controllo interno.
- con riguardo al ruolo del Collegio Sindacale, vi è stata una riqualificazione: essa è diretta conseguenza della suddivisione di competenze con la società di revisione e si manifesta nell'attribuzione di nuovi poteri di "vigilanza informativa" sull'operato degli amministratori (cfr. articoli 150, 151 comma 1, 155 comma 2 TUF), ma anche di reazione alle irregolarità

gestorie commesse dall'organo amministrativo (cfr. articoli 151 comma 2; 152, comma 1; 153 comma 2)

- l'intervento e dunque il potere della CONSOB viene ampliato nei confronti del Collegio Sindacale, con l'imposizione al Collegio di segnalare "senza indugio" alla Consob le irregolarità da questo riscontrate nell'esercizio delle proprie funzioni (articolo 149, comma 3). Inoltre la Commissione ha il potere di denunciare al Tribunale competente se nutre fondati sospetti circa gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri dei sindaci (art. 152, comma 2). Tale previsione innesta un controllo sul controllore.
- vengono accentuati i poteri delle minoranze qualificate per garantire una maggiore rappresentatività ed una maggiore attività di controllo<sup>65</sup>.

Venendo all'impatto sistemico del T.U.F., è fuori di dubbio che l'intervento normativo del legislatore del 1998 abbia avuto sul piano qualitativo ma anche quantitativo un impatto maggiore rispetto agli interventi precedenti, nella differenziazione della disciplina, inclusa quella in tema di *governance* di società quotate. La riforma Draghi non si è limitata infatti ad aggiungere un doppio binario di controlli, ma è organicamente intervenuta nella regolamentazione degli organi sociali e dei diritti degli azionisti delle società quotate, introducendo un significativo grado di specialità rispetto alla corrispondente disciplina codicistica generale. In chiave teorica ma con importanti ricadute pratiche, la tipologia di intervento posta in essere con il TUF ha riproposto la questione sull'esistenza di due sottotipi di società per azioni, ovvero la quotata e la non quotata. Nella prospettiva dell'analisi delle norme del TUF in materia di *corporate governance*, appare preferibile la tesi di chi nega che la società quotata possa essere considerata un tipo a se stante. Si tratta più che altro di un modello di funzionamento differenziato. Le differenze introdotte dal TUF nella regolamentazione degli organi sociali delle quotate non incidono sull'esistenza del codice organizzativo ma, sul suo funzionamento in concreto<sup>66</sup>. La tesi è inoltre rafforzata dalla riforma Vietti che ha contribuito a ridurre lo scalino normativo tra le imprese quotate e le non quotate, generalizzando talune previsioni contenute nel T.U.F. anche alle S.p.A. chiuse.

---

<sup>65</sup> cfr. Tezzon M., *Efficienza dei controlli sulle imprese e crisi dei mercati finanziari: Il ruolo del Collegio sindacale*, documento disponibile al link: <http://www.consob.it/main/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/palazzoaltieri11102002.htm?hkeywords=&docid=10&page=2&hits=134>.

<sup>66</sup> cfr. Poli S., *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, Giuffrè Editore, 2010, p. 43.

Le norme del T.U.F. hanno operato dunque da banco di prova per sperimentare soluzioni successivamente estese anche alle non quotate, proprio a conferma del fatto che non si trattava di differenze di tipo. In materia di *corporate governance*, sono state due le scelte di fondo compiute dal legislatore: la prima è stata quella di dedicare maggiore attenzione alle tematiche dei controlli e dei diritti degli azionisti, la seconda opera sul piano dei contenuti e consiste nel fatto che l'intervento in tema di controlli e di diritti degli azionisti di minoranza è stato realizzato sia con gli strumenti di eterotutela, sia con la valorizzazione e l'introduzione ex-novo di meccanismi di autotutela e, conseguentemente, con l'uso combinato di norme di mercato e societarie. Tra i primi vanno citati il rafforzamento del ruolo della Consob e l'affinamento della disciplina della revisione contabile esterna. Tra le seconde rientrano invece i precetti che hanno differenziato la disciplina sulla composizione e sul funzionamento degli organi sociali: ovvero la nomina dei componenti dell'organo di controllo<sup>67</sup>. Il TUF ha stabilito infatti che almeno un sindaco dovesse essere eletto da parte della minoranza (art.148, c.2); mentre per effetto della legge sul risparmio che ha modificato il T.U.F., il presidente del Collegio Sindacale deve essere scelto tra i sindaci di minoranza. Inoltre la L.262/2005 ha stabilito che anche un membro dell'organo gestorio debba essere scelto dalla minoranza dei soci, articolo 147 ter, mediante il voto di lista. Dal precetto legislativo, ed in particolare dalla previsione che il sindaco di minoranza sia uno, è legittimo ritenere che il legislatore abbia voluto dare rilievo ad una minoranza e non a più minoranze. In altri termini, ben potranno essere presentate più liste, ognuna delle quali rappresentativa di un centro di interessi, e quindi di una potenziale minoranza, ma poiché nel sistema previsto dalla legge, è uno il sindaco che potrà essere espresso, è una la minoranza che assumerà un connotato giuridicamente rilevante. Coerente con questa impostazione è l'assenza di qualsivoglia collegamento personale o patrimoniale, tra i soci di minoranza e quelli di maggioranza che hanno presentato o votato la relativa lista<sup>68</sup>. Per quanto riguarda l'accentuazione dei poteri delle minoranze qualificate per garantire una maggiore rappresentatività e partecipazione alla vita sociale, l'obiettivo viene perseguito, oltre che con la già citata figura del sindaco di minoranza, con l'abbassamento del quorum per chiedere la convocazione dell'assemblea (art. 125), con la riduzione del quorum per la denuncia al collegio sindacale ex art. 2408 c.c. e al tribunale ex art. 2409 c.c., con l'esercizio dell'azione di responsabilità senza passare per il tramite della deliberazione assembleare (art. 129 TUF) e con il diritto dei soci di ottenere copia degli atti depositati presso la sede sociale per l'assemblea (art. 130 TUF).

---

<sup>67</sup> cfr. Poli S., *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, Giuffrè Editore, 2010, p. 79.

<sup>68</sup> cfr. Caprara A., *Le funzioni dei sindaci tra principi generali e disciplina*, Wolters Kluwer Italia, 2008, pp. 128-129.

Il T.U.F., nell'originale formulazione del 1998, ha inserito anche la figura del dirigente preposto al controllo interno, all'articolo 150 comma 3; ma con l'intervento correttivo ed integrativo del d.lgs. 37/2004, il riferimento a tale figura viene spostata al comma 4. La figura del dirigente preposto viene più comunemente identificata nel responsabile dell'*internal audit*. Secondo il legislatore, sono chiamati a riferire sulla loro attività, oltre che agli amministratori, anche al Collegio Sindacale, di propria iniziativa o su richiesta di anche uno solo di essi. Il legislatore si limita dunque a sancire un obbligo di informazione gravante sui preposti, funzionale al giudizio di adeguatezza sul sistema di controllo interno che il Collegio Sindacale è chiamato ad effettuare. E' compito degli interpreti invece, collocare tale figura nell'ambito dell'organizzazione aziendale, precisando funzioni e rapporti con gli altri organi. Sussiste in proposito, una forte assonanza tra la funzione di revisione interna e i preposti al controllo interno. L'*internal audit* occupa un ruolo molto importante nella costruzione di adeguati assetti. Potremmo definirla sinteticamente come la cinghia di trasmissione di tutte le informazioni rilevanti in tema di assetti: per tale ragione deve essere posta in condizione di dialogare indifferentemente e direttamente, con gli organi delegati, il Consiglio di Amministrazione e l'organo di controllo<sup>69</sup>. Sempre con riferimento alle novità apportate al TUF dalla legge a tutela del risparmio, L. 262/2005, è stata introdotta la sezione V-bis, dedicata all'informazione finanziaria, la quale disciplina la figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari all'articolo 154-bis. L'intervento correttivo del D.Lgs. 29 dicembre 2006 n. 303, ha apportato alcune correzioni alla L.262/2005, senza però stravolgerne l'impostazione di fondo, soprattutto in relazione all'informativa finanziaria. In particolare, nel primo comma dell'articolo 154-bis, è stata inserita la previsione per cui lo statuto prevede non solo le modalità di nomina del dirigente, ma anche i requisiti di professionalità, con una formula simile a quanto previsto dall'articolo 2387 c.c. per gli amministratori. Nella formulazione originaria il secondo comma stabiliva che gli atti e le comunicazioni della società previste dalla legge o diffuse al mercato, contenenti informazioni e dati sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società stessa, dovessero essere accompagnati da una dichiarazione scritta del direttore generale e del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili che ne attestasse la corrispondenza al vero. Oggi gli atti e le comunicazioni sono individuati con l'espressione diffusi al mercato, e relativi all'informazione contabile anche infrannuale. Come si è appena osservato, secondo la previsione originaria, gli atti e le comunicazioni della società erano quelli previsti dalla legge o diffusi al mercato. Si trattava di due categorie non omogenee in quanto un atto o una comunicazione poteva essere prevista dalla legge ma non diffusa al mercato e viceversa. L'odierno testo, non comprende più l'espressione "previste dalla

---

<sup>69</sup> cfr. Abriani N. - Alessi R. - Morera U., *Il collegio sindacale: le nuove regole*, Giuffrè Editore, 2007, pp. 277-278.

legge”, ma soltanto quella di atti e comunicazioni diffusi al mercato, con ciò attribuendo la prevalenza, in modo corretto, alla diffusione al mercato di notizie. La dichiarazione fornita non deve essere più sottoscritta anche dal direttore generale ma soltanto dal dirigente preposto. Il decreto correttivo, accogliendo le critiche formulate alla previsione della “corrispondenza al vero” dei documenti diffusi, ha provveduto alla sostituzione con l’espressione “corrispondenti alle scritture e ai libri contabili”. La nuova formulazione è più coerente con il quadro normativo complessivo e dotata di un quadro di oggettività sufficiente. Sono stati inoltre riformulati anche il terzo e il quarto comma. Quest’ultimo prevede che il CdA vigili affinché il dirigente preposto disponga di adeguati poteri e mezzi per l’esercizio dei propri compiti, nonché sul rispetto effettivo delle procedure amministrative e contabili. Tale previsione è in linea con la nuova concezione del CdA quale organo che svolge attività di *monitoring*. Tuttavia sorprende l’espressione adoperata dal legislatore, il quale ha utilizzato il termine vigilare –solitamente riferito al Collegio Sindacale- e non monitorare, più consono ai doveri del *board*<sup>70</sup>. In merito a quest’ultimo è opportuno precisare come, sempre nell’ottica di rafforzare l’attività di monitoraggio, l’intervento correttivo abbia provveduto alla modifica delle disposizioni in merito agli amministratori indipendenti. Mediante questo intervento è stata sancita l’obbligatorietà legislativa degli amministratori indipendenti con riferimento a tutti gli assetti di *governance*. L’articolo 147-ter al comma 4, dispone che, *in aggiunta a quanto disposto dal comma 3, almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero due se il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette componenti, devono possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall’articolo 148, comma 3, nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria*. E’ inoltre prevista la decadenza dalla carica di amministratore nel caso di perdita dei requisiti di indipendenza<sup>71</sup>. L’introduzione per via normativa della figura degli amministratori indipendenti, che non mancheremo di analizzare compiutamente nel capitolo due, è avvenuta con il D.Lgs. n.6/2003, ma solamente in relazione al sistema monistico, nel quale, vista l’assenza del Collegio Sindacale, sin da subito fu prevista la presenza obbligatoria degli indipendenti nel Comitato per il Controllo sulla Gestione. Rimanendo in tema di sistemi di amministrazione e controllo alternativi al tradizionale, introdotti con la riforma del diritto societario del 2003, il coordinamento con il T.U.F. di questi nuovi istituti avvenne attraverso il d.lgs. 6 febbraio 2004 n. 37, il quale comportò anche ulteriori modifiche alla normativa dedicata alle società quotate.

---

70 cfr. Cagnasso O. - Irrera M., *Il fallimento delle società: lo snodo tra due riforme: societaria e fallimentare*, Wolters Kluwer Italia, 2007, pp. 127-128

71 Il D.Lgs. n. 303/2006 è disponibile al link: <http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/06303dl.htm>.

### 1.2.3. Il D.Lgs 231/2001

Un importante tassello nel sistema di controllo interno è il modello organizzativo che ha lo scopo di prevenire quella particolare categoria di rischi d'impresa rappresentata dai rischi reato. Il riferimento è segnatamente ai modelli di organizzazione e gestione ai sensi del d.lgs. 231/2001, relativo alla responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica. La responsabilità degli enti per gli illeciti amministrativi dipendenti da reato non si applica, per espressa esclusione, allo Stato, agli enti pubblici territoriali, agli altri enti pubblici non economici nonché agli enti che svolgono funzioni di rilievo costituzionale<sup>72</sup>. Attraverso l'introduzione dei "modelli organizzativi", il legislatore ha voluto non tanto porre in essere una forma di riparo-scudo dell'ente dall'applicazione delle sanzioni previste, ma piuttosto sollecitare l'ente stesso ad organizzare proprie strutture ed attività in modo da assicurare adeguate condizioni di salvaguardia degli interessi penalmente protetti. Si è cioè attribuita all'ente una responsabilità sociale più ancora che penale per le scelte da esso compiute, soddisfacendo l'intento primario dell'OCSE, vale a dire ottenere dall'impresa una condotta etica non in quanto imposta dall'alto, ma condivisa sulla base di una nuova cultura economica in cui il profitto e l'etica trovino spazio entrambi<sup>73</sup>. Il sopracitato decreto, ha dato attuazione all'articolo 11 della legge n.300/2000, che ottemperava, a sua volta, agli obblighi previsti da convenzioni internazionali alle quali l'Italia aveva da tempo aderito, come la Convenzione del 26 Luglio 1995 sulla tutela degli interessi finanziari delle comunità europee, la Convenzione del 26 Maggio 1997 sulla lotta contro la corruzione<sup>72</sup>. Il primo intervento legislativo per reprimere i reati compiuti da persone fisiche, ma che riguardano le imprese, è avvenuto in USA con il *Foreign Corrupt Practices Act* del 1997, inteso a porre rimedio al dilagante fenomeno di corruzione di pubblici ufficiali esteri da parte delle società statunitensi. Una ulteriore Convenzione che ha spinto il nostro legislatore ad intervenire sul tema è stata la Convenzione OCSE del 17 Dicembre 1997 sulla lotta alla corruzione di pubblici ufficiali stranieri nelle operazioni economiche internazionali. La nozione di responsabilità amministrativa ma sostanzialmente penale, deriva dal fatto che: essa è derivante da reato, viene accertata con le garanzie del processo penale, comporta l'applicazione di sanzioni particolarmente afflittive. Tuttavia sussistevano talune perplessità di carattere generale e costituzionale alla previsione di una responsabilità penale per le persone giuridiche. Con riguardo alle perplessità di carattere generale, vi sono argomenti di tipo

---

<sup>72</sup> cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, pp. 216.

<sup>73</sup> cfr. Previtali P., *Modelli organizzativi e compliance aziendale. L'applicazione del D.Lgs. 231/2001 nelle imprese italiane*, Giuffrè Editore, 2009, p. 111.

logico-giuridico. Infatti il diritto penale classico è strutturato su di un sistema normativo di tipo individualistico ed antropocentrico. Il tradizionale schema di responsabilità penale individua come autore di reato un soggetto che abbia posto in essere, attraverso la propria condotta, un fatto tipico meritevole di rimprovero. Tale tradizionale paradigma di ascrizione della responsabilità è concepibile soltanto in relazione ad una persona fisica. Una ulteriore opposizione nei confronti dell'applicazione di sanzioni penali nei confronti degli enti, era la considerazione di come l'applicazione di tali sanzioni, avrebbe colpito indistintamente anche il patrimonio dei componenti, e dunque, anche coloro i quali risultavano estranei ai fatti. A queste perplessità, si aggiunse il timore dell'incompatibilità della previsione con il disposto dell'articolo 27 comma 1 della Costituzione, secondo il quale, la responsabilità ha carattere personale. Tuttavia non poteva non essere considerata l'importanza crescente della criminalità economica che si traduce nella creazione di condizioni illecitamente vantaggiose per l'impresa le quali determinano una distorsione del mercato; ma anche l'esigenza di colmare un'un'evidente lacuna normativa del nostro ordinamento, tanto più evidente in quanto la responsabilità delle imprese era già una realtà in numerosi paesi europei<sup>74</sup>. La finalità del decreto è quella di colpire sul piano patrimoniale i soggetti responsabili degli illeciti, minimizzare il rischio criminoso e favorire la riparazione del danno. La responsabilità dell'ente trova applicazione non solo nel caso in cui la condotta illecita abbia portato un effettivo vantaggio ma anche nel caso in cui il fatto delittuoso abbia trovato ragione nell'interesse dell'ente<sup>74</sup>. Nel caso in cui l'agente abbia agito nell'interesse proprio o di terzi, l'ente non è responsabile. Per quanto riguarda le categorie di soggetti che vengono in rilievo, l'articolato riprende la distinzione tra soggetti in posizione apicale e soggetti in posizione subordinata. L'utilizzo di una formula elastica anziché di un elenco tassativo, dota la disciplina di una connotazione funzionale. La locuzione soggetti apicali è riconnessa alle funzioni di gestione e controllo, esse devono dunque concorrere ed assommarsi nel medesimo soggetto il quale deve esercitare pertanto un vero e proprio dominio sull'ente. La particolare qualità degli autori materiali ha suggerito al legislatore l'opportunità di differenziare il sistema rispetto all'ipotesi in cui il reato risulti commesso da un sottoposto, prevedendo un'inversione dell'onere della prova a carico dell'ente nel caso in cui l'illecito sia stato realizzato da parte di un soggetto in posizione apicale. Si parte dunque dalla previsione che, nel caso in cui il reato sia commesso da un vertice, il requisito soggettivo di responsabilità dell'ente sia soddisfatto, dal momento che il vertice esprime e rappresenta la politica dell'ente. L'ente è dunque chiamato a dimostrare di aver adottato ed efficacemente attuato modelli di organizzazione e di gestione idonei a prevenire quella tipologia di reato -l'adozione di modelli organizzativi non costituisce un obbligo di legge, ma è una condizione necessaria affinché

---

<sup>74</sup> cfr. Previtali P., *Modelli organizzativi e compliance aziendale. L'applicazione del D.Lgs. 231/2001 nelle imprese italiane*, Giuffrè Editore, 2009, pp. XXIV- XXV.

l'ente possa efficacemente esimersi da responsabilità-, ma anche di vigilare sull'effettiva operatività dei modelli e quindi sull'osservanza degli stessi. L'ente dovrà inoltre dimostrare che il comportamento incriminato sia stato posto in essere da un'elusione fraudolenta del modello di organizzazione e gestione. Meno problematica è stata l'attuazione della delega in relazione alla commissione di reati da parte dei sottoposti e alla posizione dell'impresa. I modelli di organizzazione e gestione devono diversificarsi in relazione allo specifico rischio-reato da prevenire, il che comporta per l'ente l'onere di assumere misure organizzative e materiali che garantiscono lo svolgimento dell'attività nel rispetto della legge e consentano la scoperta e l'eliminazione delle irregolarità da cui possa scaturire il rischio suddetto. L'articolo 8 della legge sancisce l'autonoma responsabilità dell'ente nel cui vantaggio o nel cui interesse il reato sia stato commesso. In tale maniera, facendo ricadere le responsabilità patrimoniali sull'ente e dunque sui soci, l'impresa presterà particolare attenzione ad evitare che i vertici o i sottoposti compiano reati<sup>75</sup>. Per quanto concerne le sanzioni, esse sono pecuniarie, interdittive e prevedono la confisca del profitto e la pubblicazione della sentenza. Come detto in precedenza, i Modelli di Organizzazione e Gestione non costituiscono un obbligo di legge ma lo strumento necessario all'impresa per esimersi da responsabilità. I modelli organizzativi sono definiti come una gabbia di comportamenti atta a controllare il corretto agire dei dipendenti. L'articolo 6 al comma 2, indica le caratteristiche essenziali dei modelli di organizzazione e gestione, i quali, si riferiscono ad un tipico sistema di gestione dei rischi. La norma segnala infatti espressamente due fasi principali in cui il sistema deve articolarsi:

1. identificazione dei rischi: analisi del contesto aziendale per evidenziare in quale area/o settore di attività e secondo quali modalità si possono verificare eventi pregiudizievoli per gli obiettivi indicati dal D. Lgs. n. 231/2001;
2. progettazione del sistema di controllo (c.d. protocolli per la programmazione della formazione ed attuazione delle decisioni dell'ente), ossia la valutazione del sistema esistente all'interno dell'ente ed il suo eventuale adeguamento, in termini di capacità di contrastare, ciò di ridurre ad un livello accettabile, i rischi identificati. Sotto il profilo concettuale, ridurre un rischio comporta l'agire su due direttrici, ovvero la diminuzione delle probabilità che l'evento sfavorevole si manifesti e l'impatto prodotto dall'evento stesso.

---

<sup>75</sup> cfr. Previtali P., *Modelli organizzativi e compliance aziendale. L'applicazione del D.Lgs. 231/2001 nelle imprese italiane*, Giuffrè Editore, 2009, pp. 18-19.

Il sistema così delineato non può però, per operare efficacemente, ridursi ad un'attività una tantum, si deve tradurre in un processo continuo, da reiterare nei momenti di cambiamento aziendale<sup>76</sup>. Per quanto concerne l'approccio metodologico necessario alla realizzazione dei Modelli Organizzativi, il D.Lgs.231/01 richiede che i Modelli siano definiti nelle loro caratteristiche specifiche ed autonome. Tale previsione ha come diretta conseguenza la necessità, nell'ambito del sistema di controlli dell'impresa di esplicitare le procedure proprie dei Modelli rispetto agli obiettivi del D.Lgs. 231/2001, sia pure adattato alle esigenze organizzative dell'ente<sup>76</sup>. Lo sviluppo dei Modelli prevede, più specificatamente, un approccio modulare, caratterizzato da quattro fasi:

1. identificazione preliminare delle attività a rischio;
2. analisi del modello as-is;
3. gap Analysis;
4. definizione del singolo Modello di organizzazione, gestione e controllo.

L'analisi dei rischi potenziali deve essere effettuata avendo riguardo ai modi in cui i reati potrebbero manifestarsi nelle diverse aree aziendali preventivamente individuate. Essa è dunque propedeutica ad una corretta progettazione delle misure preventive e deve sfociare in una rappresentazione esaustiva di come le fattispecie di reato possono essere attuate rispetto al contesto operativo dell'impresa. Le attività si completano con una valutazione del sistema di controlli preventivi esistente e con il suo adeguamento quando ciò è necessario a raggiungere gli obiettivi in termini di ragionevole certezza, o con la sua implementazione qualora l'ente ne sia sprovvisto. Si tratta, in sostanza, di progettare quelli che il d.lgs. n. 231/2001 definisce *specifici protocolli diretti a programmare la formazione e l'attuazione delle decisioni dell'ente in relazione ai reati da prevenire*. Per essere efficace, il sistema di controllo preventivo deve necessariamente prevedere alcune componenti. In particolare si segnalano: l'adozione di un codice etico, un sistema organizzativo formalizzato e chiaro, procedure manuali ed informatiche tali da regolamentare lo svolgimento delle attività prevedendo gli opportuni punti di controllo.

---

<sup>76</sup> cfr. Confindustria, *Linee guida per la costruzione dei modelli di organizzazione e controllo ai sensi del D.Lgs. 231/2001*, documento disponibile al link: [http://www.confindustria.it/Aree/lineeg.nsf/0/1f77a3860529403ec125742600577c2b/\\$FILE/Linee%20Guida%2020231\\_2008.pdf](http://www.confindustria.it/Aree/lineeg.nsf/0/1f77a3860529403ec125742600577c2b/$FILE/Linee%20Guida%2020231_2008.pdf).

Queste componenti, devono integrarsi organicamente in un'architettura del sistema che rispetti una serie di principi di controllo:

- ogni operazione, transazione ed azione deve essere *verificabile, documentata, coerente e congrua*;
- nessuno può gestire in autonomia un intero processo, ovvero la cosiddetta *segregation of duties*. Il sistema deve garantire l'applicazione del principio di separazione di funzioni, per cui l'autorizzazione all'effettuazione di un'operazione, deve essere sotto la responsabilità di persona diversa da chi contabilizza, esegue operativamente o controlla l'operazione;
- documentare i controlli. Il sistema di controllo dovrebbe documentare (eventualmente attraverso la redazione di verbali) l'effettuazione dei controlli, anche di supervisione<sup>77</sup>.

---

77 cfr. Confindustria, *Linee guida per la costruzione dei modelli di organizzazione e controllo ai sensi del D.Lgs. 231/2001*, documento disponibile integralmente all'indirizzo: [http://www.confindustria.it/Aree/lineeg.nsf/0/1f77a3860529403ec125742600577c2b/\\$FILE/Linee%20Guida%2020231\\_2008.pdf](http://www.confindustria.it/Aree/lineeg.nsf/0/1f77a3860529403ec125742600577c2b/$FILE/Linee%20Guida%2020231_2008.pdf). Ulteriori linee guida sono state emanate da parte dell'Associazione Bancaria Italiana (ABI) con riguardo agli enti di natura finanziaria. Il riferimento alle sole linee guida emanate dalla Confindustria è sufficiente alla sommaria analisi dell'istituto in esame ed al rapporto che si configura tra le previsioni del D.Lgs. ed il sistema dei controlli aziendali. L'impostazione è sostanzialmente la medesima prevedendo alla base un'attività di *Risk assessment*. L'elemento di differenza è rappresentato dalla maggiore focalizzazione sui reati di natura finanziaria ed i relativi rischi a cui gli enti finanziari sono esposti.

#### 1.2.4. Il Codice di Autodisciplina delle Società quotate

Nonostante il legislatore abbia riconosciuto rilevanza giuridica al sistema di controllo interno, come detto in precedenza scorrendo sulle novità apportate dal T.U.F. al nostro ordinamento, ha omesso di fornirne una compiuta definizione. Essa è però individuabile nel Codice di Autodisciplina delle Società quotate. Si tratta dello strumento fondamentale nell'ambito dell'autoregolamentazione, il quale si pone come l'ideale completamento del disegno di riforma delineato dal legislatore nel 1998 e nei successivi interventi di modifica. La prima versione del Codice di Autodisciplina è stata redatta da un comitato coordinato da Stefano Preda<sup>78</sup>, composto da numerosi rappresentanti delle istituzioni finanziarie ed industriali, con l'obiettivo di eliminare o quanto meno ridurre il gap di *governance* che separava le imprese del nostro paese dai livelli tipici dei più moderni mercati finanziari mondiali. Successivamente, con cadenza regolare, il codice è stato oggetto di modifiche da parte del *Comitato Governance*: nel 2002, 2006, 2011, 2014 e da ultimo nel Luglio 2015. Si tratta di interventi di affinamento e non di stravolgimento, finalizzati ad adeguare le raccomandazioni alle necessità dettate dai rapidi cambiamenti del mondo finanziario sempre più globalizzato. Sin dalla edizione iniziale, il codice non si atteggia come un insieme di disposizioni imposte, che le società quotate sono tenute a rispettare a pena di sanzione, bensì come un modello di *best practice* da adottare spontaneamente. Nel 2005, con la legge sul risparmio, sono stati inseriti nel T.U.F. gli articoli 124-bis e 124-ter, i quali dispongono che le società emittenti quotate nei mercati regolamentati sono tenute a diffondere annualmente, nei termini e con le modalità stabiliti dalla Consob, informazioni sull'adesione a codici di comportamento promossi da società di gestione dei mercati regolamentati o da associazioni di

---

*78 Verso la fine del 1998 ritenni che esistessero le condizioni in Italia per riunire un Comitato che avesse l'obiettivo di elaborare un rapporto sulla corporate governance delle società quotate e di redigere un Codice di Autodisciplina in materia. La capitalizzazione di Borsa si avvicinava a circa il 50% del PIL, restituendo centralità al ruolo del mercato dei capitali, la normativa primaria e secondaria introdotta dal TUF e dai regolamenti attuativi, aveva creato condizioni allineate a quelle presenti nei principali Paesi finanziariamente evoluti, l'internazionalizzazione della Borsa era ormai un risultato stabile, il sistema industriale e finanziario aveva maturato la consapevolezza che i mercati su cui competere hanno dimensione europea, globale. In questo quadro sempre più internazionale ed istituzionale, la competizione per l'accesso ai mercati finanziari e la minimizzazione del costo del capitale dipendono anche dall'efficienza e dall'affidabilità del sistema di Corporate Governance delle imprese. La redazione di un Codice di autodisciplina è quindi da intendersi come l'offerta alle imprese quotate italiane di uno strumento capace di rendere ancora più conveniente l'accesso al mercato dei capitali, da intendere come un'occasione di sviluppo e non come un insieme di ulteriori procedure da rispettare.* Sintesi del commento di Stefano Preda al Codice di Autodisciplina del 1999, documento disponibile al link: <http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/1999.pdf>

categoria degli operatori, e sull'osservanza degli impegni a ciò conseguenti. In riferimento a questo aspetto il ruolo della Consob è estremamente rilevante, infatti essa è responsabile di individuare le forme di pubblicità dei codici di comportamento, ma anche di vigilare sulla veridicità delle informazioni diffuse dagli emittenti<sup>79</sup>. Ciò dunque significa che l'adesione al Codice di Autodisciplina è facoltativa e non obbligatoria, ma che i vertici degli emittenti hanno l'obbligo di informare il pubblico circa l'adesione o meno alle disposizioni del Codice stesso. Inoltre, in virtù della flessibilità tipica del principio del *comply or explain* -ovvero adeguati o spiega- le imprese conservano un discreto margine di manovra per poter calibrare il modello di *governance* in funzione delle proprie necessità, senza dover indispensabilmente seguire quanto "suggerito" dal codice. Comunque, nell'ambito della relazione sul governo societario, gli emittenti sono tenuti ad esplicitare le previsioni che non hanno rispettato. Per quanto concerne gli obiettivi alla base del modello di *governance* societaria proposto dal Codice di Autodisciplina, essi sono duplici: incrementare il livello di affidabilità delle imprese in relazione all'atteggiamento che esse hanno nei confronti del rischio e di assicurare una corretta gestione dei conflitti d'interesse, ma anche di rendere più conveniente la quotazione, in termini di capacità di raggiungere gli obiettivi sottesi alla scelta. Il Codice si compone di dodici articoli. Ciascun articolo è a sua volta suddiviso in principi, criteri applicativi e commenti. Di seguito sono elencati i singoli "capitoli" del Codice:

#### Principi guida e regime transitorio

Art. 1 – Ruolo del consiglio di amministrazione;

Art. 2 – Composizione del consiglio di amministrazione;

Art. 3 – Amministratori indipendenti;

Art. 4 – Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione;

Art. 5 – Nomina degli amministratori;

Art. 6 – Remunerazione degli amministratori;

Art. 7 – Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;

Art. 8 – Sindaci;

Art. 9 – Rapporti con gli azionisti;

Art. 10 – Sistemi di amministrazione e controllo dualistico e monistico.

---

<sup>79</sup> cfr. Costanzo P. – Priori M. – Sanguinetti A., *Governance e tutela del risparmio. Best practice, regole e comunicazioni al mercato*, Vita e Pensiero, 2007, pp. 90- 98.

I criteri applicativi indicano i comportamenti raccomandati in quanto tipicamente necessari per realizzare gli obiettivi indicati nei principi. I commenti hanno invece una duplice finalità: i) chiarire, anche attraverso alcuni esempi, la portata dei principi e dei criteri applicativi cui si riferiscono; ii) descrivere ulteriori condotte virtuose, meramente auspiccate, quali possibili modalità per perseguire gli obiettivi indicati nei principi e criteri applicativi<sup>80</sup>. Come detto in precedenza, il Codice adotta un meccanismo di estrema flessibilità, il *comply or explain*, per cui l'emittente è tenuta a spiegare le ragioni della mancata applicazione delle disposizioni, che può dipendere da una serie di motivi, come ad esempio, la modesta strutturazione dell'impresa. Il principio del *comply or explain* è nato in UK nell'ambito del *Combined Code on Corporate Governance*, nel quale è stato fondamentale ai fini della sua corretta riuscita: incoraggiare le compagnie ad *adottare* lo spirito del Codice, piuttosto che incorrere in una interpretazione letterale delle disposizioni, ha permesso di guadagnare più facilmente la fiducia degli investitori, con risultati migliori di quanto si sarebbe ottenuto nel caso in cui si avesse dato luogo ad un articolato quadro di norme rigide ed inderogabili<sup>81</sup>. Tuttavia nel nostro paese si parla sempre più spesso dell'appiattimento delle Relazioni sul Governo Societario e gli Assetti Proprietari sul format elaborato da parte di Borsa Italiana. Ciò si evince analizzando le citate relazioni, le quali non evitano di riproporre le medesime formulazioni proposte dal Codice di Autodisciplina –a volte con un copia e incolla-, in riferimento ad un particolare criterio o commento. Ma a dire la verità, alcune inefficienze sono emerse anche in ambito europeo da uno studio comunitario sui sistemi di monitoraggio e di controllo dell'applicazione dei codici di governo societario. Quello che si registra a tal proposito è che, nella maggioranza dei casi, la qualità delle motivazioni fornite dalle società che decidono di discostarsi dalle raccomandazioni del singolo codice di governo societario a cui dichiarano di aderire, è ritenuto insoddisfacente. Ciò nonostante diversi ordinamenti prevedano il monitoraggio dell'attuazione dei codici. In questi termini dunque, la relazione perde della sua valenza informativa di carattere generale nei confronti del mercato, ma è innegabile d'altro canto, che agli esperti di *corporate governance* –come gli investitori istituzionali- difficilmente sfuggiranno questi particolari. L'autodisciplina e le raccomandazioni introdotte nel Codice è indubbio che abbiano avuto effetti positivi sul quadro regolamentativo degli emittenti quotati, principalmente per tre motivazioni. Innanzitutto l'autodisciplina ha funto da laboratorio per alcune regole successivamente fatte proprie

---

80 cfr. Comitato Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, 2015, documento disponibile al link: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/codice2015.pdf>.

81 cfr. Arcot S. – Bruno v. – Grimaud A. F., *Corporate Governance in the UK: is the Comply or Explain Approach Working?* Corporate Governance at LSE Discussion Paper Series no. 001, November 2005, documento disponibile al link: [http://www.lse.ac.uk/fmg/documents/events/seminars/corporateGovernance/496\\_1st%20Dec%20paper.pdf](http://www.lse.ac.uk/fmg/documents/events/seminars/corporateGovernance/496_1st%20Dec%20paper.pdf).

dal legislatore, un po' come le previsioni del T.U.F. per gli emittenti quotati hanno fatto da apripista nella successiva estensione delle norme anche al resto delle società per azioni, anticipando quello che sarebbe stato. In secondo luogo, il ricorso all'autodisciplina è un completamento del quadro normativo delineato dal legislatore della riforma del 1998 ma anche di alcune disposizioni codicistiche. Essa è un importante punto di riferimento per dare contenuto operativo e di dettaglio alle norme in materia di controlli interni e di funzionamento dell'organo di amministrazione, facendo leva su *best practice* maturate in ambito internazionale. *Last but not least*, l'autodisciplina ha rappresentato uno strumento per recepire in Italia i principi e gli orientamenti contenuti in raccomandazioni della Commissione Europea. La normativa primaria ha fortemente valorizzato l'autodisciplina. L'importanza dell'autodisciplina è evincibile ad esempio dall'articolo 2387 del c.c., novellato dalla riforma del diritto societario, il quale stabilisce come lo statuto sociale, nell'individuazione dei requisiti per la nomina ad amministratore, possa rimandare al contenuto di codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione dei mercati regolamentati. Anche l'articolo 2409-septiesdecies del c.c. fa rinvio, come il citato art.2387, ai requisiti dettati per gli amministratori nell'ambito del Codice di Autodisciplina. Resta da dire infine come l'attuale configurazione del Codice di Autodisciplina sia frutto di una serie di modifiche susseguitesi nel corso del tempo, con cadenza periodica. Per quanto concerne l'evoluzione del Codice, è innanzitutto opportuno osservare come, nella prima versione del 1999, esso dedicava un ampio spazio alla trattazione delle *best practice* riferite al Consiglio di Amministrazione: sette principi su tredici. La focalizzazione del Comitato sul *board of directors* derivava dal fatto che la legge delega del 1996 non aveva attribuito al Governo la competenza a regolamentare l'attività dell'organo amministrativo, dunque il T.U.F. non aveva dettato alcuna specifica disposizione al riguardo. In questi sette articoli vennero introdotte importanti novità per il nostro ordinamento giuridico, come la figura dell'amministratore indipendente ed i comitati in seno al CdA, i quali sono chiamati a svolgere un'attività di supporto al Consiglio su questioni estremamente delicate. Con la revisione operata nel luglio del 2002, è stato aggiunto un articolo dedicato alle operazioni con le parti correlate, ma le novità più importanti sono arrivate nel 2006. Il Codice è passato dall'essere strutturato in raccomandazioni, seguite da un immediato commento, all'attuale struttura, basata su tre sezioni: principi, criteri applicativi e commenti. A livello di contenuto, le modifiche apportate dall'intervento del 2006, vanno lette alla luce degli importanti interventi legislativi avvenuti poco prima come la L. 6/2003 ed il D.Lgs. 262/2005. Per quanto riguarda le modifiche apportate nel 2010, non hanno avuto portata generale come nel 2006, ma hanno riguardato esclusivamente la remunerazione degli amministratori, effettuando una chiara distinzione tra la remunerazione degli esecutivi e dei non esecutivi. L'intervento del 2011 è stato molto importante. Le novità apportate al Codice avevano

come obiettivo quello di semplificare e chiarire alcuni principi già esistenti, allineare le condotte richieste alle nuove regole del diritto societario e comunitario, inserire nuovi principi volti ad innalzare gli *standard* di *governance*. Esso ha essenzialmente ribadito la centralità del ruolo dell'organo di amministrazione e dei comitati consiliari, nonché la nozione di indipendenza<sup>82</sup>. Nel Luglio 2014 vi è stato un ulteriore intervento di modifica, il quale ha provveduto ad aggiornare *in primis* il principio del *comply or explain*, in linea con i "suggerimenti" della Commissione Europea, con l'obiettivo di rafforzarlo. Inoltre, nel rispetto della Comunicazione Consob n. DCG/DSR/0051400 del 19 giugno 2014 sono state introdotte modifiche volte ad incoraggiare la massima trasparenza sui *golden parachutes* riconosciuti ai vertici uscenti<sup>83</sup>. Da ultimo, le modifiche apportate in data 9 luglio 2015, sono volte essenzialmente a recepire principi ed orientamenti in materia di *corporate social responsibility* affermatasi nel contesto internazionale, anche al fine di adeguare il Codice al quadro normativo sovranazionale di riferimento, rafforzando altresì i controlli sulle strutture aziendali, in una prospettiva di maggiore effettività dei principi di legalità e di trasparenza<sup>84</sup>. In merito al Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi, il Codice di Autodisciplina ha svolto un ruolo molto importante, dettandone una precisa definizione nell'ambito dell'articolo 7: *ogni emittente si dota di un sistema di controllo interno e di gestione dei rischi costituito dall'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi*. Questa nozione di sistema di controllo interno è sicuramente in linea con le *best practices* internazionali, ed infatti subito dopo, viene specificato come il sistema, oltre ad essere integrato nei più generali assetti organizzativi e di governo societario, tiene conto dei modelli di riferimento e delle *best practice* a livello internazionale. Infine, ne vengono esplicitati gli obiettivi, i ruoli e i rapporti tra i diversi soggetti e gli organi coinvolti nella implementazione, nel monitoraggio e nell'aggiornamento.

---

82 cfr. Alvaro S. – Ciccaglioni P. – Siciliano G., *L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana*, Quaderni Giuridici a cura della Consob, Febbraio 2013, pp. 6-24, documento disponibile al link: [http://www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Quaderni\\_giuridici/qg2.pdf](http://www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Quaderni_giuridici/qg2.pdf).

83 cfr. Il Sole 24 Ore SpA, articolo disponibile al link: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2014-08-05/aggiornamento-codice-autodisciplina-societa-143650.php>.

84 cfr. Il Sole 24 Ore SpA, articolo disponibile al link: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2015-10-01/le-modifiche-codice-autodisciplina-societa-quotate-solco-recenti-orientamenti-legislativi-interni-ed-internazionali-102140.php>.

Sempre con riguardo al Sistema di Controllo Interno e di Gestione del rischio, si è osservato come le Relazioni sul Governo Societario forniscano frequentemente informazioni inerenti alcuni elementi di base riguardanti la struttura dei controlli, come ad esempio: il ruolo svolto dalla funzione di *internal audit*, l'amministratore incaricato del sistema di controllo interno, il dirigente preposto ai controlli interni, il dirigente preposto ai sensi della L. 262/2005. Più raro è invece trovare informazioni standardizzate riguardo ad altri tasselli del sistema come i poteri di nomina delle figure chiave, il loro collocamento gerarchico, le linee di reporting, le procedure. La situazione è un evidente conseguenza della insufficiente maturità del dibattito sulla struttura dei controlli interni rispetto a quello più generale e dibattuto sull'assetto di governo dell'impresa, ma è anche riconducibile allo scarso coordinamento delle diverse norme legislative in materia ed ai numerosi ambiti di sovrapposizione che si sono creati a causa della stratificazione normativa. E' tuttavia innegabile la difficoltà di descrivere in maniera schematica strutture organizzative complesse, estremamente differenziate e mutevoli nel tempo. In tale campo, è giocoforza per le società ricorrere a un'esposizione in forma discorsiva che si attaglia maggiormente alle varietà delle forme organizzative. Proprio la varietà delle soluzioni adottate rende difficile effettuare comparazioni nel tempo e nello spazio<sup>85</sup>.

---

85 cfr. Assonime, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle Società quotate*, 2009, p. 54, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletAllegati?numero=2988>.



## CAPITOLO DUE: GLI ATTORI DEL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO

Sommario: 2.1. Il Consiglio di Amministrazione. 2.1.1. Le funzioni del CdA: il ruolo di vertice nel sistema di controllo interno. 2.1.2. I flussi informativi endoconsiliari. 2.1.3. Il Comitato Controllo e Rischi. 2.1.4. Gli amministratori indipendenti. 2.1.5. L'Amministratore incaricato del sistema di controllo interno. 2.2. Il Collegio Sindacale. 2.2.1. Profili generali. 2.2.2. I compiti e i doveri. 2.2.3. I poteri dei sindaci in generale. 2.2.4. I poteri dei sindaci nelle società quotate. 2.2.5. I flussi informativi. 2.3. Il dirigente preposto alle scritture contabili. 2.3.1. I compiti del dirigente preposto: dichiarazione scritta ed attestazione. 2.4. La funzione Internal Audit e il RIA. 2.5. L'Organismo di Vigilanza ex D.Lgs. 231/2001. 2.6. La società di revisione. 2.6.1 I compiti della società di revisione: il giudizio sul bilancio.

### 2.1. Il Consiglio di Amministrazione

#### 2.1.1. Le funzioni del CdA: il ruolo di vertice nel sistema di controllo interno

Il successo di un'azienda è influenzato fortemente dai suoi meccanismi di *governance*. Per scongiurare comportamenti fuori controllo da parte del *management*, il legislatore e gli *standard setter* hanno individuato numerosi organismi di controllo posti a presidio di particolari aree, funzioni ed attività aziendali in cui è forte il rischio che si manifestino comportamenti contrari ai principi di corretta amministrazione. Fra di essi, il principale organo di governo ma al tempo stesso di controllo è il CdA. Nominato dall'assemblea dei soci, dunque delegato dai conferenti il capitale, monitora il comportamento degli *executives*<sup>86</sup>, attivandosi affinché vengano conseguiti gli obiettivi aziendali. Tra le funzioni fondamentali che l'organo di amministrazione è chiamato a svolgere possiamo individuare a titolo esemplificativo: la formulazione dell'orientamento strategico e il controllo a salvaguardia degli *stakeholder*. In funzione della dinamica comportamentale dell'organo di governo, Zattoni riconduce a tre tipologie fondamentali il *board of directors*: *pilot*, attivo nella raccolta di informazioni e nel determinare le linee strategiche dell'organizzazione; *watch dog*, limitato all'espressione di giudizi ex post sulla performance dell'impresa; *trustee*, si assume la responsabilità di assicurare che la gestione aziendale aumenti il valore delle risorse e delle competenze impiegate nella gestione aziendale<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> cfr. Pugliese A., *Percorsi evolutivi della corporate governance. Il ruolo del consiglio di amministrazione dall'agency theory a una prospettiva di contingency*, Wolters Kluwer Italia, 2008, p. 70.

<sup>87</sup> cfr. Marra A., *Consigli di amministrazione delle società quotate e qualità degli utili in Italia*, Egea SpA, pp. 35-36.

Analizzando il ruolo del *board* in una prospettiva evolutiva, è agevole constatare come nel corso del tempo si sia via via affermata la distinzione tra supervisione e gestione: la prima di competenza del CdA, la seconda degli *executives*. Si è dunque progressivamente diffuso il modello di *monitoring board*, fattispecie tipica delle imprese occidentali. Già nel 1983 Fama e Jensen riportavano, osservando il comportamento delle imprese statunitensi, la frattura creatasi tra *decision management* e *decision control*<sup>88</sup>. All'interno del nostro ordinamento giuridico possiamo affermare che tale evoluzione nella dinamica dell'organo di governo è stata recepita grazie alla riforma del diritto societario, ovvero il D.Lgs. n.6/2003. Con l'obiettivo di adeguare la disciplina dei modelli societari alle esigenze delle imprese, anche in considerazione della composizione sociale e delle modalità di finanziamento, sono stati introdotti accanto al sistema di amministrazione tradizionale basato su una struttura tripartita, due modelli alternativi, il dualistico ed il monistico. I modelli di amministrazione e controllo "alternativi" sono delle opzioni organizzative riconosciute all'autonomia statutaria come mezzo per poter adeguare il governo dell'impresa alle caratteristiche dell'attività imprenditoriale. Il modello di default rimane comunque il tradizionale che si applica salvo decisione diversa. Ulteriori passi in avanti che testimoniano il cambiamento nella dinamica gestoria dell'impresa sono rappresentati dall'articolata illustrazione del funzionamento del CdA, dei compiti del Presidente, del sistema delle deleghe. E' l'articolo 2380-bis il miglior testimone del mutamento nell'assetto di governo: esso statuisce che la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale, senza nessuna ingerenza da parte dei soci. Questa disposizione trova applicazione non solo nei confronti del sistema tradizionale: il legislatore ha provveduto a replicarne il contenuto sostanziale anche in riferimento ai sistemi alternativi. Infatti, come si evince dalla lettura dell'articolo 2409-novies dedicato al Consiglio di Gestione, la gestione dell'impresa spetta appunto, esclusivamente al Consiglio di Gestione. Infine, per quanto riguarda il sistema monistico, la medesima previsione vale per il Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'articolo 2409-septiesdecies. Da questa breve illustrazione del compito fondamentale del *board of directors* individuato dal codice civile, è possibile capacitarsi di come la gestione ed il controllo dell'impresa costituiscano lo snodo centrale della *corporate governance*, a prescindere dal modello su cui è basata. Come illustrato nell'ambito del capitolo uno, i sistemi capitalistici e dunque gli assetti proprietari sono riconducibili a due fattispecie, dotate di caratteri che le pongono in antitesi fra loro, ovvero sistemi in cui gli assetti proprietari sono caratterizzati da una proprietà frammentata e diffusa, e sistemi caratterizzati da una proprietà concentrata.

---

<sup>88</sup> cfr. Zona F., *Il governo delle imprese: Meccanismi di funzionamento e sistemi Paese a confronto*, Egea SpA, p. 189.

A prescindere dalle caratteristiche proprie del sistema, l'obiettivo comune dei *regulators* è quello di assicurare un'efficiente, efficace e corretta gestione dell'impresa<sup>89</sup>. Le fonti normative in merito al Consiglio di Amministrazione non si esauriscono nei sopracitati articoli. Il codice civile infatti dedica al CdA altri articoli: Articolo 2364, commi 1, 2 e 3 in tema di nomina, revoca e attribuzione dei compensi al CdA; Articolo 2381 dedicato a Presidente, Comitato esecutivo e Amministratori delegati; Articolo 2382 relativo alle cause di ineleggibilità e di decadenza; Articolo 2387 sui requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza; Articolo 2389 Compensi degli amministratori; Articolo 2390 Divieto di concorrenza; Articolo 2391 Interessi degli amministratori; Articolo 2391-bis Operazioni con parti correlate. Un ulteriore tassello si aggiunge all'insieme dei compiti dell'organo amministrativo di previsione codicistica, ovvero la Relazione sulla gestione, disciplinata dall'articolo 2428 del codice civile. Secondo tale disposizione infatti, il bilancio di esercizio deve essere corredato da un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate, con particolar riguardo ai costi, ai ricavi, agli investimenti, nonché una descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta. Anche il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria, per effetto delle novelle apportate dalla legge n.262/2005, prevede una sezione appositamente dedicata all'organo di amministrazione degli emittenti quotati, ovvero la Sezione IV Bis, con gli articoli 147-ter, dedicato all'elezione e composizione del CdA, il 147-quater, dedicato alla composizione del Consiglio di Gestione ed infine il 147-quinquies sui requisiti di onorabilità. Per quanto riguarda le fonti secondarie, devono essere menzionati il Regolamento Emittenti a cura di Consob ed il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana. La gestione dell'impresa non esaurisce le funzioni dell'organo di amministrazione, infatti il *board* può, per esplicita previsione statutaria, deliberare in merito a talune fattispecie incidenti sulla struttura amministrativa. Inoltre, è opportuno rilevare, come, a mano a mano che si realizza la crescita dimensionale dell'impresa ed essa si struttura, la funzione del *board* passa dall'attività di amministrazione *day by day* per orientarsi verso compiti di sovrintendenza sulla struttura organizzativa della società nonché di definizione delle linee strategiche. La previsione dell'articolo 2381 comma 3 trova dunque naturale collocazione nelle imprese di grandi dimensioni, là dove il consiglio valuta l'adeguatezza dell'assetto amministrativo e contabile delle società; quando elaborati, esamina i piani strategici, industriali e finanziari della società; valuta sulla base della relazione degli organi delegati, il generale andamento della gestione<sup>89</sup>.

---

89 cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, Cedam Editore, 2013, p. 113.

Tale previsione ricalca (in parte) quanto previsto dal Codice di Autodisciplina. Questa fonte secondaria ha il merito di regolare in maniera estremamente dettagliata il ruolo del *board* quale organo fondamentale della *corporate governance* e quale articolazione del complesso Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi<sup>90</sup>. Il criterio applicativo 1.C.1 del Codice di Autodisciplina prevede che è compito del CdA, fra gli altri, definire la natura ed il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'emittente, includendo nelle proprie valutazioni tutti i rischi che possono assumere rilievo nell'ottica della sostenibilità nel medio-lungo periodo dell'attività dell'emittente. Alla lettera c dello stesso criterio applicativo, si esplicita una ulteriore funzione fondamentale, ovvero quella di valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile dell'emittente nonché quello delle controllate aventi rilevanza strategica, con particolare riferimento al Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi. In riferimento a quest'ultimo, nel commento all'articolo uno si sottolinea come, secondo il Comitato Corporate Governance, il CdA abbia un ruolo fondamentale nella valutazione dell'effettivo funzionamento e nel governo dei rischi, i quali, se non gestiti, possono compromettere la sostenibilità nel medio-lungo termine dell'attività dell'emittente. In presenza di circostanze rilevanti, il Consiglio di Amministrazione acquisisce le informazioni necessarie e adotta ogni opportuno provvedimento per la tutela della società e dell'informativa al mercato. Tra le materie di competenza del Consiglio l'articolo in commento menziona la valutazione dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile dell'emittente e delle controllate aventi rilevanza strategica: tale rilevanza può essere valutata con riferimento a criteri non solo dimensionali, di cui dare conto nella relazione sul governo societario<sup>102</sup>. A completamento di queste raccomandazioni inerenti il ruolo del *board* nell'articolato sistema dei controlli, si aggiungono quelle contenute nell'articolo 7, Criterio 1, secondo il quale, il CdA, previo parere del Comitato Controllo e Rischi, ha i seguenti compiti: a) definisce le linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, in modo che i principali rischi afferenti all'emittente e alle sue controllate risultino correttamente identificati, nonché adeguatamente misurati, gestiti e monitorati, determinando inoltre il grado di compatibilità di tali rischi con una gestione dell'impresa coerente con gli obiettivi strategici individuati; b) valuta, con cadenza almeno annuale, l'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi rispetto alle caratteristiche dell'impresa e al profilo di rischio assunto, nonché la sua efficacia; c) approva, con cadenza almeno annuale, il piano di lavoro predisposto dal responsabile della funzione di *internal audit*,

---

<sup>90</sup> cfr. Gasparri G., *I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana ed i problemi aperti*, Quaderni Giuridici Consob, 2013, p. 35.

<sup>91</sup> cfr. Comitato Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, 2015, pp. 6-9, documento disponibile al link: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/codice2015.pdf>.

sentiti il Collegio Sindacale e l'Amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi; d) descrive, nella relazione sul governo societario, le principali caratteristiche del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e le modalità di coordinamento tra i soggetti in esso coinvolti, esprimendo la propria valutazione sull'adeguatezza dello stesso; e) valuta, sentito il collegio sindacale, i risultati esposti dal revisore legale nella eventuale lettera di suggerimenti e nella relazione sulle questioni fondamentali emerse in sede di revisione legale. Infine, sempre secondo il sopracitato, il Consiglio di Amministrazione, su proposta dell'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e previo parere favorevole del Comitato Controllo e Rischi, nonché sentito il Collegio Sindacale: a) nomina e revoca il responsabile della funzione di *internal audit*; b) assicura che lo stesso sia dotato delle risorse adeguate all'espletamento delle proprie responsabilità; c) ne definisce la remunerazione coerentemente con le politiche aziendali<sup>92</sup>. Dalla lettura delle raccomandazioni contenute nell'articolo 7, si ha la conferma di come il Consiglio di Amministrazione sia la figura apicale del sistema dei controlli, in coerenza con l'attività di alta amministrazione ad esso spettante<sup>93</sup>. Nel discorrere circa la funzione di controllo del CdA, ci siamo riferiti all'insieme di attività finalizzate a sanzionare e/o prevenire i comportamenti scorretti dell'alta direzione aziendale. La questione principale alla quale cercano di dare risposta gli studiosi ed i *decision maker* è come garantire che il *board* eserciti il controllo sull'operato del management in maniera efficiente<sup>94</sup>. A tale domanda, i *regulators* ma anche gli *standard setter*, hanno tentato di dare risposta, prevedendo una serie di caratteristiche che il *board* deve rispettare affinché questo possa essere *comply*: un certo numero di soggetti deve essere in possesso dei requisiti di indipendenza, deve essere assicurata la presenza di soggetti con competenze differenti tra loro nonché un'adeguata rappresentanza di genere. Inoltre si è posta particolare attenzione nei confronti del numero delle adunanze e della loro durata, con l'obiettivo di far sì che il Consiglio non venga spoliato del proprio carattere collegiale che lo qualifica come luogo di ponderazione delle decisioni e di confronto. Troppo spesso infatti si assiste a Consigli che fungono da meri passacarte di decisioni prese in altra sede.

---

92 cfr. Comitato Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, 2015, p. 31, documento disponibile al link: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/codice2015.pdf>.

93 cfr. Gasparri G., *I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana ed i problemi aperti*, Quaderni Giuridici Consob, 2013, p. 35.

94 cfr. Pugliese A., *Percorsi evolutivi della corporate governance. Il ruolo del consiglio di amministrazione dall'agency theory a una prospettiva di contingency*, Wolters Kluwer Italia, 2008, p. 70.

Fermo restando il dispositivo dell'articolo 2381 3° comma, il quale sancisce come in ogni momento il Consiglio possa impartire direttive agli organi delegati ed avocare a se operazioni rientranti nel perimetro della delega.

### 2.1.2. I flussi informativi endoconsiliari

Uno strumento indispensabile affinché il Consiglio di Amministrazione nel suo *plenum* possa adeguatamente svolgere l'attività di *monitoring* è rappresentato da un adeguato sistema di scambio e circolazione delle informazioni, il quale permette agli organi sociali di adempiere al generale obbligo di agire informato<sup>95</sup>. L'informazione societaria ha avuto un ruolo di primo ordine nell'ambito del dibattito sulla *corporate governance*. Con l'entrata in vigore della riforma del diritto societario la dottrina si è ampiamente occupata della rilevanza dei flussi informativi, necessari per garantire una compiuta ed effettiva trasparenza gestionale. L'informativa societaria si suddivide in due filoni principali, ovvero l'informativa extrasocietaria e quella endosocietaria. Con riguardo a quest'ultima, è possibile effettuare una ulteriore differenziazione tra i flussi informativi che riguardano i diversi organi sociali, -come quello che si realizza tra il CdA ed il Collegio Sindacale, definiti come interorganici- e quelli che involgono il medesimo organo sociale, definiti intraorganici. Il legislatore, come detto in precedenza, ha stabilito che nell'ambito delle società per azioni, la gestione spetti in via esclusiva agli amministratori. Ma muovendo dalla considerazione di come, soprattutto nelle imprese di dimensioni maggiori, il CdA sia caratterizzato dalla presenza di un organo delegato o comunque da un insieme di deleghe, si è preoccupato di assicurare che l'intero Consiglio sia destinatario *ex lege* di adeguati strumenti informativi<sup>96</sup>. La riforma del diritto societario ha dunque previsto, mediante il dispositivo dell'articolo 2381 comma 3, l'obbligo a cura degli organi delegati di curare l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, di riferire nei confronti del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale, con la periodicità fissata dallo statuto ed in ogni caso entro sei mesi, sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società e dalle sue controllate. Per quanto concerne invece gli emittenti quotati nei mercati regolamentati, l'articolo 150 del T.U.F., stabilisce che la periodicità con cui gli organi delegati riferiscono al CdA non possa essere superiore a tre mesi.

---

<sup>95</sup> cfr. Fratini M. - Baschetti G., *Le società di capitali: percorsi giurisprudenziali*, Giuffrè Editore, 2010, p. 314.

<sup>96</sup> cfr. Barbara G., *I flussi informativi endoconsiliari nelle società per azioni*, Rivista trimestrale di Scienza dell'amministrazione, 3/2013, Franco Angeli Editore, p. 5.

Sempre l'articolo 2381 del codice civile, all'ultimo comma stabilisce come ad ogni amministratore spetti la facoltà di chiedere agli organi delegati che all'interno del Consiglio, vengano fornite informazioni relative alla gestione della società. Il Consiglio sembra dunque, in tal senso, il luogo dove propriamente si deve dare notizia ed evasione delle richieste di informazioni o di documentazioni che gli amministratori non esecutivi abbiano inoltrato, non necessariamente nelle riunioni, nei confronti degli organi delegati. Qualora le richieste di informazioni formulate dagli amministratori riguardino documenti contenenti informazioni *price sensitive*, il T.U.F. stabilisce come debbano essere predisposte tutte le cautele necessarie ad evitare condotte illecite. Sarà buona regola permettere altresì la consultazione della documentazione, ma esclusivamente presso la sede sociale o ove queste vengono conservate. E' da escludersi invece la facoltà in capo ai singoli amministratori di procedere ad attività ispettive alla stregua di quanto previsto nei confronti dell'organo di controllo<sup>97</sup>. Nell'ambito dei flussi informativi endoconsiliari si inserisce il dovere di agire informato che grava su ciascun amministratore. L'articolo 2381 al sesto comma, infatti, stabilisce che gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato. I consiglieri deleganti devono quindi essere messi in condizione di percepire dalle informazioni ricevute il generale andamento economico-aziendale della società ma anche indicazioni circa l'evoluzione futura così come tutti gli elementi utili ogni decisione di *business* o di investimento che sia proposta al CdA. L'obbligo di agire informato ha ripercussioni anche sul regime della responsabilità degli amministratori<sup>98</sup>. Nel nostro ordinamento infatti trova spazio un principio di responsabilità analogo a quanto previsto nell'ordinamento USA con la c.d. *business judgment rule*, ovvero quel principio secondo il quale, gli amministratori che abbiano effettuato un'adeguata attività istruttoria preliminare rispetto alla decisione, non possono essere tacciati di negligenza nel caso in cui questa provochi effetti diversi rispetto a quanto preventivato<sup>97</sup>. Menzione a parte merita in tema di flussi informativi il presidente del Consiglio di Amministrazione. Il codice civile prevede che salva diversa disposizione statutaria, il presidente convochi il CdA, ne fissi l'ordine del giorno e ne coordini i lavori, ma soprattutto, provveda affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri. Il Codice di Autodisciplina delle società quotate invece, detta, nell'ambito dell'articolo dedicato alla disciplina del funzionamento del Consiglio, utili norme di completamento. Infatti esso prevede che il presidente "si adopera affinché la documentazione relativa agli argomenti all'ordine del giorno sia portata a conoscenza degli amministratori e dei sindaci con

---

<sup>97</sup> cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, Cedam Editore, 2013, p. 123.

<sup>98</sup> cfr. Fratini M. - Baschetti G., *Le società di capitali: percorsi giurisprudenziali*, Giuffrè Editore, 2010, p. 314.

congruo anticipo rispetto alla data della riunione consiliare. Il Consiglio fornisce nella relazione sul governo societario informazioni sulla tempestività e completezza dell'informativa pre-consiliare, fornendo indicazioni, tra l'altro, in merito al preavviso ritenuto generalmente congruo per l'invio della documentazione e indicando se tale termine sia stato normalmente rispettato". Tale ultima previsione è di estrema rilevanza in quanto, nelle imprese strutturate, la documentazione a supporto dei punti posti all'ordine del giorno può essere cospicua. Ai fini di una corretta analisi da parte degli amministratori non esecutivi, è fondamentale che essi ricevano tale documentazione con il giusto anticipo<sup>99</sup>.

### 2.1.3. Il Comitato Controllo e Rischi

Nei sistemi a proprietà concentrata come quello italiano, l'esigenza di assicurare una gestione corretta e trasparente è quanto mai avvertita<sup>100</sup> in relazione a materie di competenza del *board*, in cui il rischio che vengano adottati comportamenti opportunistici a danno degli azionisti di minoranza e più in generale delle liste è molto alto. E' il caso ad esempio della remunerazione del management, del controllo interno, ma anche delle operazioni con parti correlate<sup>101</sup>. Il Codice di Autodisciplina, sin dalla sua prima edizione del 1999, ha recepito la prassi consolidata a livello internazionale di prevedere, in seno al CdA, dei comitati formati da amministratori indipendenti, i quali sono chiamati a coadiuvare il Consiglio di Amministrazione su materie particolarmente dedicate come la gestione dei rischi, la remunerazione e le nomine del *board*. L'adozione di questi tre comitati in particolare, è raccomandata dal Codice<sup>101</sup>. Per quanto concerne le attività di controllo, è importante menzionare, oltre al sopracitato Codice di Autodisciplina, anche la Raccomandazione 2005/162/CE, sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del Consiglio di Sorveglianza delle società quotate e sui comitati del Consiglio di Amministrazione o di Sorveglianza.

---

<sup>99</sup> cfr. Comitato Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, pp. 8-30, documento disponibile al link: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/codice2015.pdf>.

<sup>100</sup> cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, p. 125.

<sup>101</sup> cfr. Gasparri G., *I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana ed i problemi aperti*, Quaderni Giuridici Consob, 2013, p. 46.

Nel testo della raccomandazione si legge come “il ruolo di vigilanza degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza è comunemente considerato come fondamentale (...) è opportuno, quindi (...) incoraggiare la creazione, all'interno del Consiglio di Amministrazione o di Sorveglianza, di comitati per le nomine, le retribuzioni e la revisione dei conti. (...) Il Consiglio di Amministrazione o di Sorveglianza ha il potere di stabilire il numero e la struttura dei comitati che esso reputa utili per facilitare il proprio lavoro, ma tali comitati, in linea di principio, non devono sostituire l'organo collegiale. Di regola, quindi, i comitati per le nomine, le retribuzioni e i controlli interni dovrebbero presentare raccomandazioni volte a preparare le decisioni che saranno adottate dal Consiglio di Amministrazione o di Sorveglianza stesso<sup>102</sup>”. All'articolo 7 principio 3 del Codice di Autodisciplina si legge come: il Sistema di Controllo Interno e di gestione dei rischi coinvolge (...) un Comitato Controllo e Rischi, che ha il compito di supportare mediante un'adeguata attività istruttoria, le valutazioni e le decisioni del Consiglio di Amministrazione relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché quelle relative all'approvazione delle relazioni finanziarie periodiche<sup>103</sup>. Il comitato assiste il CdA nella valutazione periodica dell'adeguatezza e dell'effettivo funzionamento del sistema di controllo interno, oltreché nell'individuazione e gestione dei principali rischi aziendali. Infatti, nonostante la responsabilità ultima della gestione sia di competenza del Consiglio, è il Comitato Controllo e Rischi che provvede all'attività di valutazione sul sistema di controllo. Il Comitato rappresenta il ponte a disposizione dei manager operativi e della funzione di Internal Audit, per portare all'attenzione del CdA problematiche rilevanti e proporre con tempestività le opportune azioni correttive<sup>104</sup>. Per quanto riguarda la composizione del Comitato, il Codice di Autodisciplina raccomanda che esso sia composto da amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza. Alternativamente, il principio 4 dell'articolo 7, prevede la possibilità che esso sia formato da amministratori non esecutivi ma a maggioranza indipendenti, con la figura del presidente scelta tra uno degli indipendenti.

---

<sup>102</sup> cfr. Commissione europea, *Raccomandazione 2005/162/CE*, documento disponibile al link: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:it:PDF>.

<sup>103</sup> cfr. Comitato Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, 2015, pp. 8-30, documento disponibile al link: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/codice2015.pdf>.

<sup>104</sup> cfr. De Girolamo S., *Professione Auditor: Ieri. Oggi e domani*, Egea SpA, 2015.

Tale previsione ha fatto sì che la maggioranza degli emittenti che aderiscono al Codice di Autodisciplina, ovvero il 72% del totale, optassero per un comitato formato da tre elementi, due dei quali in possesso dei requisiti di indipendenza<sup>105</sup>. Nel caso in cui l'emittente quotata sia sottoposta ad attività di direzione e coordinamento o controllata da altra società quotata, il principio 4 aggiunge che il comitato debba essere esclusivamente composto da amministratori indipendenti. Almeno uno dei componenti infine, deve essere in possesso di un'adeguata esperienza in materia contabile e finanziaria o di gestione dei rischi, la cui valutazione di congruità rispetto al caso concreto è di competenza del CdA al momento della nomina<sup>106</sup>. Il contenuto dell'attività istruttoria svolta dal Comitato si evince anche dal criterio 7.C.1, il quale stabilisce che i compiti del CdA relativi al Sistema di Controllo Interno vengano svolti previo parere favorevole del Comitato Controllo e Rischi. Tale parere favorevole è richiesto anche in riferimento all'individuazione del dirigente preposto al controllo interno, comunemente individuato nella figura del Responsabile Internal Audit (RIA). Per quanto riguarda i compiti che il Comitato è chiamato ad assolvere, il Codice di Autodisciplina (criterio 7.C.2) li individua nell'assistere il Consiglio di Amministrazione: 1) nel valutare, unitamente al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari e sentiti il revisore legale e il Collegio Sindacale, il corretto utilizzo dei principi contabili e, nel caso di gruppi, la loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato; 2) nell'esprimere pareri su specifici aspetti inerenti alla identificazione dei principali rischi aziendali; 3) nell'esaminare le relazioni periodiche aventi per oggetto la valutazione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, e quelle di particolare rilevanza predisposte dalla funzione Internal Audit; 4) nel monitorare l'autonomia, l'adeguatezza, l'efficacia e l'efficienza della funzione di Internal Audit;

<sup>105</sup> In *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain*, a cura di ASSONIME, vengono illustrate le statistiche inerenti l'adozione del Comitato Controllo e Rischi: Il numero di componenti è variabile da un minimo di 2 (in 19 casi, come nel 2013; erano 13 nel 2012, 8 nel 2011) a un massimo di 9 componenti (in una grande banca, seguita da 12 società con 5). Nella grande maggioranza dei casi (151, pari al 72% del totale), il comitato è formato da 3 componenti. Il comitato di soli indipendenti è stata scelto da 104 società (pari al 50% di quelle che hanno istituito il CCR); mentre il comitato formato da non esecutivi, con maggioranza di indipendenti e presidente scelto tra essi è stato scelto da 78 emittenti (pari al 37% del totale). Ne consegue che 182 società (pari all'87% del totale) hanno un comitato controllo e rischi già allineato alle raccomandazioni del Codice. Dati relativi al 2013, relazione di Dicembre 2014, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletDocAllegati?idSelectedDocument=256394&idSelectedDocumentType=374&idSelectedAttach=256395&reserved=false>.

<sup>106</sup> cfr. Comitato Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, 2015, pp. 31-32, documento disponibile al link: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/codice2015.pdf>.

5) nel chiedere alla funzione di Internal Audit lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative, dandone contestuale comunicazione al presidente del Collegio Sindacale; 6) nel riferire al Consiglio, almeno semestralmente, in occasione dell'approvazione della relazione finanziaria annuale e semestrale, sull'attività svolta nonché sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi; 7) nel supportare, con un'adeguata attività istruttoria, le valutazioni e le decisioni del Consiglio di Amministrazione relative alla gestione di rischi derivanti da fatti pregiudizievoli di cui il Consiglio di Amministrazione stesso sia venuto a conoscenza<sup>107</sup>. Ai lavori del Comitato deve partecipare il presidente del Collegio Sindacale o un altro sindaco da egli designato, possono, in ogni caso, partecipare anche altri sindaci.

#### 2.1.4. Gli amministratori indipendenti

L'indipendenza può essere definita come l'autonomia di giudizio che attribuisce a chi la possiede la capacità di esprimere valutazioni critiche non condizionate da vincoli o legami di rilievo<sup>108</sup>. L'indipendenza di tutto o quantomeno una parte significativa del *board* è una condizione essenziale affinché il *board* stesso realizzi correttamente la propria attività di *monitoring*, ma anche che si instauri al suo interno quel sano dibattito costruttivo che permetta sia di valutare le opzioni sotto molteplici punti di vista, ma anche in contraddittorio gli uni con gli altri. La figura degli amministratori indipendenti si è affermata in tutti i paesi finanziariamente più sviluppati, quale baluardo per garantire il corretto governo societario. Parimenti, nei confronti della capacità della figura di assicurare il raggiungimento degli obiettivi che si propone di far rispettare, si nutrono ancora dei dubbi. Scetticismo e sarcasmo in ordine all'effettività della figura sono invero molto forti. Allo stato attuale delle cose, all'interno del CdA si trovano amministratori che vengono definiti in maniera differente a causa della loro diversa posizione, in relazione ai rapporti con l'emittente e gli azionisti. Siamo soliti infatti trovare amministratori esecutivi i quali cioè svolgono attività manageriale per conto dell'azienda in forza di delega, amministratori non esecutivi, privi dei requisiti di indipendenza a causa ad esempio di rapporti di natura patrimoniale ed infine amministratori indipendenti, ovvero privi di qualsiasi interferenza di natura economica e/o personale con l'emittente ed i suoi soci.

---

<sup>107</sup> cfr. Comitato Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, 2015, pp. 31-32, documento disponibile al link: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/codice2015.pdf>.

<sup>108</sup> cfr. Rordorf R., *Gli amministratori Indipendenti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2/2007, p. 152.

Per quanto riguarda invece il rapporto tra gli amministratori e la compagine sociale, si è soliti distinguere tra amministratori “della maggioranza”, in virtù del fatto che sono stati eletti tra le fila della lista arrivata prima per numero di voti, ed amministratori “della minoranza” o “di minoranza”, poiché sono stati eletti nell’ambito della lista di minoranza arrivata prima per numero di voti ed in nessun modo collegata a quella di maggioranza. La nozione di amministratore indipendente ha fatto la comparsa nel nostro ordinamento grazie al Codice di Autodisciplina. Nel nostro sistema Paese, caratterizzato da un’elevata concentrazione azionaria, la previsione di amministratori di minoranza è finalizzata essenzialmente a garantire anche gli interessi degli azionisti estranei alla maggioranza detentrici del pacchetto di controllo<sup>109</sup>. Il Codice di Autodisciplina individua un elenco di fattispecie la cui presenza riferita all’amministratore non permette di qualificarlo come indipendente. La valutazione del rispetto dei requisiti è di competenza del CdA nel suo plenum al momento della nomina e successivamente almeno con cadenza annuale. Nell’ambito delle fonti di diritto primarie, la qualifica di amministratore indipendente ha fatto la sua comparsa invece grazie alla riforma del diritto societario (D.Lgs. n.6/2003) ma esclusivamente per quanto concerne il sistema monistico, laddove la previsione di amministratori indipendenti costituisce la condizione di tenuta del modello<sup>110</sup> che viene privato del Collegio Sindacale a favore di una *Audit Committee* interna. La presenza obbligatoria di amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza a prescindere dal modello di *governance* adottato dall’impresa, è stata sancita soltanto nel 2005 grazie alla legge n.262. L’articolo 147-ter quarto comma del T.U.F. introdotto appunto nel 2005, stabilisce che almeno uno dei componenti del Consiglio di Amministrazione, ovvero due se il Consiglio è composto da più di sette componenti, devono possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall’articolo 148, comma 3 nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria. Come si evince dalla lettura dell’articolo, il legislatore, nell’individuazione dei requisiti di indipendenza, ha scelto di replicare le situazioni già utilizzate con riferimento ai membri del Collegio Sindacale. Sono stati individuati dei requisiti di tipo negativo, tali per cui i soggetti che si trovano in una delle situazioni elencate, non possono essere considerati come indipendenti.

---

<sup>109</sup> cfr. Micossi S., *Il punto sugli amministratori indipendenti*, Assonime, Assemblea annuale Nedcommunity, Milano, 21 Aprile 2010, pp. 2-3, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletAllegati?numero=3508>.

<sup>110</sup> cfr. Mauro A. - Meoli M. - Negro M., *Gli amministratori. Disciplina civilistica, fiscale e previdenziale*, Wolters Kluwer Italia, 2007, p. 88.

Come si è visto la definizione di indipendenza non coincide nelle diverse fonti, ma, cosa più importante, è che l'aver previsto i medesimi requisiti dei sindaci anche per gli amministratori non considera affatto la loro diversa posizione nell'ambito dell'organizzazione. I primi svolgono un'attività di controllo di legalità e di vigilanza, mentre gli ultimi, un'attività di monitoraggio, basata sulla partecipazione ai lavori del Consiglio di Amministrazione. E' dunque necessario separare le dinamiche proprie degli amministratori da quelle dei sindaci, ma anche definire una nozione di indipendenza univoca che superi i problemi interpretativi di quelle attualmente esistenti. E' avvertita inoltre la necessità di migliorare e procedimentalizzare il processo di attestazione dei requisiti di indipendenza degli amministratori. La verifica dei requisiti infatti, per essere caratterizzata da effettività, dovrebbe sì iniziare dalle dichiarazioni dell'interessato ma poi proseguire con un'indagine sulla documentazione attestante le qualità dichiarate. Questa indagine di verifica, dovrebbe essere congrua, a pena di falsa attestazione con conseguenti profili di responsabilità che ne derivano<sup>111</sup>.

#### 2.1.5. L'Amministratore incaricato del sistema di controllo interno

L'Amministratore incaricato del sistema di controllo interno, è il consigliere esecutivo deputato a sovrintendere l'intero apparato dei controlli interni. I suoi compiti sono individuabili nel Codice di Autodisciplina al criterio 7.C.4. In particolare egli: a) cura l'identificazione dei principali rischi aziendali; b) dà esecuzione alle linee di indirizzo definite dal CdA, curando la progettazione, realizzazione e gestione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e verificandone costantemente l'adeguatezza e l'efficacia; c) si occupa dell'adattamento di tale sistema alla dinamica delle condizioni operative e del panorama legislativo e regolamentare; d) può chiedere alla funzione di *Internal Audit* lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative e sul rispetto delle regole e procedure interne nell'esecuzione di operazioni aziendali, dandone contestuale comunicazione al presidente del CdA, al presidente del Comitato Controllo e Rischi e al presidente del collegio Sindacale; e) riferisce tempestivamente al Comitato Controllo e Rischi (o al CdA) in merito a problematiche e criticità emerse nello svolgimento della propria attività o di cui abbia avuto comunque notizia, affinché il Comitato (o il Consiglio) possa prendere le opportune iniziative. Infine propone al Consiglio il nominativo del dirigente preposto al controllo interno.

---

<sup>111</sup> cfr. NED COMMUNITY, *Effective governance outlook, il punto sugli amministratori indipendenti*, n.3 Gennaio 2013, documento disponibile al link: <http://www.nedcommunity.com/Contents/Documents/EGO%20n%203%20gennaio%202015.pdf>.

## 2.2. Il Collegio Sindacale

### 2.2.1.. Profili generali

L'azione degli amministratori necessita di essere sottoposta ad attività di verifica senza soluzione di continuità, per evitare che essi possano, in qualche modo, danneggiare il patrimonio sociale. Il legislatore ha previsto diversi presidi di controllo, i quali hanno diversa funzione, per lo più strumentale alla protezione di interessi specifici. Nonostante le diversità, nel loro insieme mirano a salvaguardare la regolarità gestionale e l'integrità patrimoniale<sup>112</sup>. Il Collegio Sindacale, rispetto all'insieme dei presidi, rappresenta il vertice del sistema di vigilanza di un emittente<sup>113</sup>. Con riferimento ai controlli interni, una prima descrizione delle funzioni di controllo e di vigilanza si ha nell'articolo 2403 del codice civile, rubricato "Doveri del Collegio Sindacale": esso vigila sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento. Per quanto riguarda il dualistico, la disposizione trova applicazione per effetto del richiamo di cui all'articolo 2409-terdecies mentre infine per il monistico, il precetto dell'articolo 2409-octiesdecies è sostanzialmente il medesimo. Nell'ambito dei controlli di tipo interno dunque, il legislatore mette in evidenza un profilo di verifica dell'osservanza della legge e dello statuto da parte degli amministratori ed in secondo luogo il controllo viene indirizzato verso la verifica del rispetto dei principi di corretta amministrazione, facendo particolare riferimento all'assetto organizzativo, amministrativo e contabile ed infine al suo concreto funzionamento. Questa disposizione ha ripercussioni anche per la definizione dei doveri dell'organo amministrativo, in quanto da un lato presuppone l'individuazione di un parametro di corretta amministrazione, dall'altro chiarisce che questo parametro deve essere individuato concretamente in relazione alla società oggetto di analisi<sup>112</sup>. La delicatezza del compito che è chiamato a svolgere il collegio sindacale esige solide fondamenta fatte di indipendenza e competenze. Nei confronti del Collegio Sindacale, storicamente si parla dell'insincerità del controllo, come conseguenza dalla mancanza di reale indipendenza dell'organo<sup>114</sup>. Questo a causa del fatto che controllore (sindaci) e controllati (amministratori) sono espressione del medesimo soggetto, ovvero l'assemblea dei soci.

---

<sup>112</sup> cfr. AA.VV., *Diritto delle Società, Manuale Breve*, Giuffrè Editore, 2012, pp. 217-218.

<sup>113</sup> cfr. Caterino D., *Poteri dei sindaci e governo dell'informazione nelle società quotate*, Carucci Editore, 2012, p. 118.

<sup>114</sup> cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, p. 178.

Per comprendere al meglio l'importanza del Collegio nel sistema di controllo interno, prima di passare in rassegna i poteri ed i doveri attraverso i quali si sostanzia l'attività dell'organo, è utile menzionare alcune disposizioni relative alla sua composizione. Il Collegio Sindacale ai sensi dell'articolo 2397 del codice civile deve essere composto da tre o cinque membri effettivi oltre a due supplenti mentre il T.U.F. all'articolo 148 si limita a prevedere che essi siano non inferiori a tre, con almeno due supplenti. Sempre con riguardo alla composizione, il T.U.F. ha previsto che negli emittenti quotati la nomina di almeno un sindaco effettivo sia riservata alla lista presentata (e votata) dai soci di minoranza, i quali non siano collegati in nessun modo con la lista arrivata prima per numero di voti. L'elezione avviene con il meccanismo del voto di lista, secondo le modalità previste dal regolamento n.11971/1999 (Regolamento Emittenti) della Consob, così come previsto dall'articolo 148, comma 2, del T.U.F. Ad ulteriore presidio dell'indipendenza dell'organo, la presidenza dello stesso negli emittenti quotati è riservata ad uno dei sindaci eletti dalla minoranza. Con l'obiettivo di assicurare effettività all'attività di controllo e di ridurre le probabilità che si manifestino deficit di competenze, il legislatore ha stabilito, nell'articolo 2397, comma 2, del codice civile, che almeno un membro effettivo ed uno supplente devono essere iscritti nel registro dei revisori legali istituito presso il Ministero della Giustizia. I restanti membri, se non iscritti in tale registro, devono essere scelti fra gli iscritti negli albi professionali individuati con decreto del Ministro della giustizia, o fra i professori universitari di ruolo in materie economiche o giuridiche. Anche l'articolo 148, comma 4, T.U.F. è posto a presidio dell'efficacia dell'organo. Esso individua, come causa di ineleggibilità, la mancanza dei requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dal Ministro della Giustizia, di concerto con il MEF, sentiti la Consob, la Banca d'Italia e l'Ivass. L'articolo 148-bis del T.U.F. demanda alla Consob -interventuta con gli articoli 144-duodecies e successivi del Regolamento Emittenti- l'individuazione di limiti al cumulo di cariche in organi di controllo. Proprio la concentrazione delle cariche in capo ad un singolo soggetto è considerata infatti come uno dei fattori che minano l'efficacia del controllo, quale conseguenza diretta del poco tempo a disposizione per assolvere i propri compiti.

### 2.2.2. I compiti e i doveri

Il legislatore è intervenuto a più riprese nei confronti dell'organo di controllo. Nella formulazione del codice civile del 1942, era depositario di un ampio e mal definito insieme di compiti<sup>115</sup>: controllo sull'amministrazione, sul rispetto della legge e dello statuto, sulla regolare tenuta della contabilità e sulla corrispondenza del bilancio alle scritture contabili e, secondo il vecchio articolo 2425 del codice,

---

<sup>115</sup> cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, Cedam Editore, 2013, p. 179.

valutazione del patrimonio sociale. Infine era tenuto ogni tre mesi ad accertare la consistenza della cassa. Un primo segnale di apertura del nostro ordinamento giuridico verso una più ampia considerazione degli interessi che ruotano attorno alla moderna società per azioni avviene con la promulgazione della legge n.216/1974: ha segnato la separazione tra controllo contabile e controllo di legalità nelle società quotate. La funzione di controllo sulla regolare tenuta della contabilità e sulla corrispondenza del bilancio alle scritture contabili e alle norme di legge venivano dunque sottratte all'esclusivo controllo ad opera del Collegio Sindacale ed attribuite ad un organo esterno all'azienda, dotato di precise competenze tecniche nel pieno rispetto dell'autonomia: le società di revisione iscritte presso l'apposito albo speciale. Tuttavia il legislatore con il D.P.R. n.136/1975 stabiliva come restassero ferme le attribuzioni spettanti al Collegio Sindacale previste dal codice civile. Ciò si è tradotto in una duplice attività di controllo sul bilancio e sulle scritture contabili a cura del Collegio Sindacale e della società di revisione esterna. Infatti, negli emittenti quotati nei mercati regolamentati, sino all'entrata in vigore del D.Lgs n. 58/98, il Collegio Sindacale, pressato dalle complessità del bilancio di aziende enormi e dalle disposizioni civilistiche, le quali prevedevano ancora le verifiche trimestrali di cassa, concentrava i propri sforzi prevalentemente sul controllo contabile. Le conseguenze di questo quadro normativo sono intuibili: in primis ha creato un problema di *overshooting* di ruoli ed inevitabilmente, d'individuazione di responsabilità tra tale organo di controllo endosocietario e le società di revisione. In secondo luogo ha ritardato in Italia lo sviluppo della cultura del controllo diffuso nell'intera organizzazione. E' solo grazie all'introduzione del Testo Unico della Finanza che si è operata una chiara ripartizione di competenze tra i due attori: il controllo contabile spetta in via esclusiva alla società di revisione mentre è stata valorizzata la funzione di sorveglianza sulla gestione da parte dei sindaci<sup>116</sup>. Questa innovazione è importantissima per superare una concezione dei controlli d'impresa obsoleta e poco efficace. Non si tratta di un intervento isolato, bensì, si inserisce nel più ampio progetto del T.U.F. di ridefinizione ed ammodernamento del sistema dei controlli sulla gestione degli emittenti quotati. All'interno di questo nuovo scenario, il Collegio Sindacale ha ricevuto un'autonoma disciplina all'interno del T.U.F., che dal punto di vista sistematico, ha affiancato ai doveri previsti dall'articolo 149, i poteri dell'articolo 151. Secondo autorevole dottrina, si è affermato che l'articolo 149 costituisca un'interpretazione autentica del corrispondente articolo 2403. La diversa formulazione delle due norme, ha alimentato il dibattito sulla possibile classificazione delle società quotate come categoria autonoma, o comunque come sottotipo

---

116 cfr. Tezzon M., *Efficienza dei controlli sulle imprese e crisi dei mercati finanziari: Il ruolo del Collegio sindacale*, Consob, 2002, documento disponibile al link: <http://www.consob.it/main/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/palazzoaltieri11102002.htm?hkeywords=&docid=10&page=2&hits=134>.

della società per azioni, nella relazione tra società di diritto comune ed emittente quotata<sup>117</sup>. I dubbi in merito all'esistenza di un sottotipo di società sono stati fugati con il D.Lgs. n.6/2003: la c.d. articolazione dualistica dei controlli è stata prevista anche per le società "chiuse". Lo "scalino normativo" si è ridotto anche per mezzo della riformulazione dell'articolo 2403. Tuttavia per completezza di analisi, è doveroso sottolineare come l'accentramento della funzione di controllo contabile in capo al Collegio Sindacale sopravvive esclusivamente laddove sia espressamente previsto dallo statuto della società e comunque a patto che essa non faccia ricorso al mercato del capitale di rischio e non rediga il bilancio consolidato. Il Collegio Sindacale, in questo caso, è costituito da revisori legali iscritti nell'apposito registro, ai sensi dell'articolo 2409-bis del codice civile. Passando ai doveri imposti dal T.U.F., secondo il più volte citato articolo 149, il Collegio Sindacale vigila:

- a) sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo;
- b) sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, elevato a clausola generale di comportamento degli amministratori con la riforma del diritto societario;
- c) sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli aspetti di competenza, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo contabile nonché sull'affidabilità di quest'ultimo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione. La vigilanza sull'integrità del sistema amministrativo contabile determina il permanere di un ambito di sovrapposizione con la società di revisione esterna: verificare la correttezza nella rappresentazione dei fatti gestionali presuppone lo svolgimento di test e di verifiche a campione sulla contabilità;
- c-bis) sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi. Il riferimento non può che andare al Codice di Autodisciplina;
- d) sull'adeguatezza delle disposizioni impartite dalla società alle società controllate ai sensi dell'articolo 114, comma 2.

A completamento il comma 2 dell'articolo 149 T.U.F. prevede l'obbligo da parte dei membri del Collegio di assistere alle Assemblee ed alle riunioni del Consiglio di Amministrazione e del comitato esecutivo a pena di decadenza della carica, qualora siano effettuate più di due assenze annue senza giustificato motivo.

---

<sup>117</sup> cfr. Bertolotti A., *Società per azioni. Collegio sindacale. Revisori. Denuncia al tribunale*, UTET Giuridica, 2015.

### 2.2.3. I poteri dei sindaci in generale

La completa disanima del ruolo del Collegio Sindacale nel reticolo dei controlli societari passa infine per l'analisi degli ampi e penetranti poteri di cui dispone l'organo in parola, i quali possono essere classificati in istruttori e reattivi. E' bene sin da subito precisare come i poteri dei sindaci si configurino in realtà come poteri-doveri in quanto estrinsecazione di *un'attività doverosa che essi sono tenuti ad esercitare tutte le volte che ciò si renda necessario*. L'articolo 2403-bis del codice civile prevede che i sindaci possono in qualsiasi momento, anche individualmente, procedere ad atti di ispezione e controllo. Tale potere è esercitabile con le modalità ritenute più appropriate, senza la necessità di dover richiedere un preventivo assenso da parte degli amministratori, i quali, peraltro, ai sensi dell'articolo 2465 c.c., hanno l'obbligo di non impedire né ostacolare in alcun modo l'attività di controllo, pena sanzione amministrativa e, nel caso in cui l'azione abbia arrecato un danno ai soci, pena la reclusione. Il Collegio Sindacale nella sua interezza e non individualmente, può richiedere in qualsiasi momento notizie agli amministratori, anche in merito a società controllate, sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari. Nei confronti di tali richieste non possono essere sollevate eccezioni alcune, neppure appellarsi ad esigenze di riservatezza. Il risultato dell'attività ispettiva e delle richieste di informazioni devono essere riportati nel libro del Collegio Sindacale. Secondo recente giurisprudenza, l'acquisizione delle informazioni necessarie all'espletamento delle funzioni di controllo non è oggetto di mera facoltà discrezionale, ma è attività doverosa, poiché funzionale al diligente esercizio dell'attività di vigilanza. Il secondo comma dell'articolo 2403-bis prevede che il Collegio Sindacale della società controllante possa scambiare informazioni con i corrispondenti organi delle società controllate in merito ai sistemi di amministrazione e controllo ed all'andamento in generale dell'attività sociale. Infine, per corroborare l'efficacia dei controlli, i sindaci possono sotto la propria responsabilità e a proprie spese, servirsi della collaborazione di propri ausiliari e dipendenti dell'impresa nello svolgimento di ispezioni. Tuttavia l'organo amministrativo può opporre nei confronti degli ausiliari e dei dipendenti dei sindaci eccezione di riservatezza. L'articolo 2406 c.c., primo comma, stabilisce che in caso di omissione o di ingiustificato ritardo da parte degli amministratori, il Collegio Sindacale deve convocare l'assemblea sociale ed eseguire le pubblicazioni prescritte dalla legge. La disposizione in esame tende a porre rimedio ad un'inerzia dell'organo amministrativo che si pone in violazione di obblighi di legge o statuto, e quindi non conferisce tale potere ai sindaci a seguito di una mera valutazione di opportunità. La fattispecie in esame potrebbe realizzarsi, ad esempio, nel caso in cui vi sia inerzia nell'approvazione del bilancio di esercizio<sup>118</sup>. Il secondo comma dell'articolo prosegue stabilendo che il Collegio Sindacale può altresì, previa comunicazione al presidente del CdA, convocare l'assemblea quando

---

<sup>118</sup> cfr. De Nicola A., *Il diritto dei controlli societari*, Il Sole 24 Ore, 2010, pp. 14-16.

nell'espletamento dell'incarico ravvisi fatti censurabili di rilevante gravità e vi sia urgente necessità di provvedere. I fatti censurabili possono riguardare violazioni di legge o dello statuto, ma anche dei principi di corretta amministrazione. Qualora il Collegio Sindacale abbia il sospetto o sia convinto che siano stati compiuti comportamenti illeciti o contrari ai principi di corretta amministrazione, i membri hanno un ampio potere di intervento: possono impugnare le deliberazioni dell'assemblea dei soci e del CdA. Ai sensi dell'articolo 2377 infatti, le deliberazioni assembleari che non sono prese in conformità della legge o dello statuto possono essere impugnate, oltre che da soci dissenzienti e astenuti o dagli amministratori, anche dal Collegio Sindacale, entro 90 giorni dalla delibera o, se questa è soggetta a iscrizione o deposito nel Registro delle Imprese, entro 90 giorni dall'iscrizione o dal deposito. I sindaci possono anche impugnare le delibere dell'organo amministrativo quando, in violazione di quanto previsto dai primi due commi dell'articolo 2391 c.c., esse siano state assunte senza adempiere ai doveri di informazione o di astensione da parte degli amministratori interessati all'operazione deliberata, ovvero col voto determinante di un amministratore che aveva un interesse nell'operazione che può arrecare danno alla società. Anche in questo caso il termine per esercitare il potere-dovere è di 90 giorni. Altro importante mezzo a disposizione del Collegio Sindacale per reagire a violazioni compiute dagli amministratori è sancito dall'articolo 2409 c.c. il quale stabilisce che ove vi sia il fondato sospetto che gli amministratori, in violazione dei loro doveri, abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione che possono arrecare danno alla società o a una o più controllate, i sindaci, ma anche tanti soci che rappresentano il 10% del capitale sociale (percentuale che scende al 5% nel caso in cui l'impresa faccia ricorso al mercato del capitale di rischio) possano denunciare i fatti al tribunale. In una fase successiva i sindaci verranno ascoltati unitamente agli amministratori dal tribunale il quale prenderà i provvedimenti più opportuni (i.e. ispezione, salvo la sostituzione dei degli amministratori ed eventualmente dei sindaci da parte dell'assemblea dei soci). L'articolo 2408 c.c. tutela i soci nei confronti di atti di *mala gestio* compiuti dagli amministratori, legittimando ognuno di loro a presentare denuncia senza vincoli di forma nei confronti del Collegio Sindacale. Tuttavia il legislatore ha previsto una percentuale rafforzata al 5% (che scende al 2% nel caso di ricorso al mercato del capitale di rischio) che obbliga l'organo ad indagare senza ritardo sui fatti denunciati, presentando le conclusioni e le eventuali proposte nella relazione all'assemblea. Tale relazione è disciplinata dall'articolo 2429, secondo comma, c.c., essa accompagna il bilancio di esercizio e riassume l'attività svolta dall'organo nell'adempimento dei propri doveri, nonché osservazioni e proposte in ordine al bilancio di esercizio e alla sua approvazione, specialmente nel caso in cui il CdA non applichi una o più disposizioni codicistiche in virtù dell'incompatibilità con la rappresentazione veritiera e corretta della situazione economico, finanziaria e patrimoniale<sup>119</sup>.

---

<sup>119</sup> cfr. De Nicola A., *Il diritto dei controlli societari*, Il Sole 24 Ore, 2010, pp. 17-19.

#### 2.2.4. I poteri dei sindaci nelle società quotate

La posizione apicale del Collegio Sindacale nel Sistema di Controllo Interno degli emittenti quotati nei mercati regolamentati necessita di poteri attraverso i quali la vigilanza possa essere effettivamente esercitata. La disciplina dei poteri del Collegio Sindacale è compresa nella sezione V del T.U.F. dedicata agli organi di controllo. Come nelle società chiuse, gli ampi e penetranti poteri di cui dispone l'organo sono funzionali all'esercizio dei doveri di vigilanza sulla gestione. I consequenziali poteri di reazione, oltre alla già citata denuncia al tribunale, si sostanziano nella possibilità ad opera di anche soli due componenti del Collegio, di convocare l'Assemblea dei soci, previa comunicazione al presidente del CdA, senza la necessità di specifici presupposti (articolo 151 comma 2 T.U.F., che si differenzia rispetto al corrispondente art. 2406 comma 2 c.c., il quale subordina la possibilità di convocare l'Assemblea a fatti censurabili di rilevante gravità.). Sempre con riguardo ai poteri di convocazione degli organi sociali, i sindaci, in questo caso anche singolarmente, possono convocare il Consiglio di Amministrazione ed il Comitato Esecutivo. Anche in questo caso sono tenuti a darne preventiva comunicazione al presidente del CdA. Con riguardo al perimetro di impugnabilità delle delibere assembleari e consiliari, esso si estende oltre le irregolarità gestorie imputabili agli amministratori, a vizi di procedimento e di forma. Infine può esperire l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori<sup>133</sup>. In merito ai poteri istruttori, l'articolo 151 del T.U.F. stabilisce che:

1. i sindaci possono procedere in qualsiasi momento ad atti di ispezione e di controllo, sia individualmente che collegialmente. Essi hanno il potere di chiedere agli amministratori notizie, anche con riferimento a società controllate, sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari, ovvero rivolgere le medesime richieste di informazione direttamente agli organi di amministrazione e di controllo delle società controllate;

2. il Collegio Sindacale può scambiare informazioni con i corrispondenti organi delle società controllate in merito ai sistemi di amministrazione e controllo ed all'andamento generale dell'attività sociale;

3. al fine di valutare l'adeguatezza e l'affidabilità del sistema amministrativo contabile, i sindaci, sotto la propria responsabilità e a proprie spese, possono avvalersi, anche individualmente, di propri dipendenti e ausiliari che non si trovino in una delle condizioni previste dall'articolo 148, comma 3. La società può tuttavia rifiutarsi di far accedere a informazioni riservate gli ausiliari;

4. gli accertamenti eseguiti devono risultare dal libro delle adunanze e delle deliberazioni del Collegio Sindacale da tenersi, a cura del Collegio, nella sede della società.

---

<sup>133</sup> cfr. Campobasso M., in *Società, banche e crisi d'impresa*, UTET Giuridica, 2014, p. 1195.

A corollario dei poteri reattivi, funge la norma prevista dall'articolo 148 comma 3 del T.U.F.: se nell'ambito dello svolgimento dell'attività collegiale, i sindaci individuano delle irregolarità, sono tenuti a darne comunicazione senza indugio alla Consob, avendo cura di trasmettere i verbali delle attività svolte, nonché ogni altra documentazione utile. E' da sottolineare al riguardo il fatto che il legislatore abbia ommesso di fornire criteri interpretativi necessari ad individuare le irregolarità oggetto di comunicazione. La Suprema Corte ha recentemente stabilito che l'art. 149, comma 3, T.U.F. non condiziona l'obbligo di comunicazione ad una valutazione discrezionale dei sindaci sui fatti da comunicare<sup>121</sup>.

#### 2.2.5. I flussi informativi

Con la riforma del diritto societario, il Collegio Sindacale è stato collocato in una posizione nevralgica del circuito informativo<sup>122</sup> e secondo parte della dottrina, esso può rappresentare la giusta via di mezzo tra i due sistemi alternativi di amministrazione e controllo, in quanto la partecipazione dei sindaci alle riunioni del CdA garantisce il giusto flusso informativo<sup>123</sup>. Tuttavia tali flussi non si esauriscono nel momento consiliare ma vanno oltre. Le disposizioni del T.U.F. individuano il Collegio Sindacale come destinatario *ex lege* di una serie di flussi informativi obbligatori, alla cui comunicazione sono tenuti, con modalità e periodicità diverse, i diversi attori del sistema di controllo interno, ovvero: a) l'organo amministrativo; b) la società di revisione incaricata del controllo contabile; c) i preposti alla funzione di controllo interno<sup>124</sup>. Secondo il primo comma dell'articolo 150 del T.U.F. gli amministratori sono tenuti a riferire tempestivamente, secondo le modalità stabilite dallo statuto e con periodicità almeno trimestrale, al Collegio Sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale, effettuate dalla società o dalle società controllate; in particolare, riferiscono sulle operazioni nelle quali essi abbiano un interesse,

---

<sup>121</sup> cfr. De Nicola A., *Il diritto dei controlli societari*, Il Sole 24 Ore, 2010, p. 30.

<sup>122</sup> cfr. Caprara A., *Le funzioni dei sindaci tra principi generali e disciplina*, Wolters Kluwer Italia, 2008 p. 302.

<sup>123</sup> cfr. Bruno S., *Efficienza e modelli di amministrazione e controllo*, in Rds, *Rivista di Diritto Commerciale*, 2004, p. 1031

<sup>124</sup> cfr. Caterino D., *La funzione del collegio sindacale delle società quotate, tra "prevenzione" e "allerta" della crisi d'impresa*, documento disponibile al link: <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/10726/caterino.pdf>.

per conto proprio o di terzi, o che siano influenzate dal soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento. Il secondo comma del citato articolo è dedicato al rapporto tra il Collegio Sindacale e la società di revisione. Essi sono tenuti a scambiarsi tempestivamente i dati e le informazioni rilevanti per l'espletamento dei rispettivi compiti. In particolare, il Collegio Sindacale riceve dal revisore legale o società di revisione legale: a) le comunicazioni alla direzione (cd. lettere di suggerimenti); b) la conferma annuale dell'indipendenza da parte del revisore, con indicazione dei servizi non di revisione espletati a favore della società (art. 17, co. 9, lett. b del d.lgs. n. 39/2010); c) la relazione annuale sulle questioni fondamentali emerse in sede di revisione legale, e in particolare sulle carenze significative rilevate nel sistema di controllo interno in relazione al processo di informativa finanziaria; d) la relazione di revisione legale sul bilancio d'esercizio e, se redatto, sul bilancio consolidato. Tali relazioni, in virtù del sopracitato comma, è opportuno che siano comunicate al Collegio Sindacale in tempo utile a consentire l'espressione di un giudizio consapevole, che si concretizza nell'elaborazione della relazione all'Assemblea dei soci<sup>125</sup>. Il terzo comma infine stabilisce che coloro che sono preposti al controllo interno, ovvero i responsabili della funzione di *Internal Audit*, riferiscono anche al Collegio Sindacale, di propria iniziativa o su richiesta anche di uno solo dei sindaci. La medesima disposizione è rinvenibile nel Codice di Autodisciplina: nel Commento all'articolo 7 dedicato al Sistema di Controllo Interno, si raccomanda la comunicazione simultanea dei risultati delle verifiche svolte dalla funzione verso il presidente del CdA, del Collegio Sindacale, del Comitato Controllo e Rischi e all'amministratore incaricato del sistema di controllo interno. Il quadro normativo appena delineato mostra il chiaro intendimento del legislatore di attribuire al Collegio Sindacale un ruolo assolutamente centrale nel governo dei flussi informativi societari in funzione di controllo. Nella società quotata la correttezza informativa è posta a presidio di garanzia e riscontro della correttezza gestoria: quotidianamente si prendono decisioni nel delicato equilibrio che intercorre tra trasparenza e riservatezza, tra l'esigenza di legalità e la protezione del valore economico dell'investimento azionario<sup>126</sup>.

---

125 cfr. Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate*, Aprile 2015, p. 85, documento disponibile al link: <http://www.cndcec.it/Portal/Documenti/Dettaglio.aspx?id=6e060a34-994a-49a6-ac49-85a11fbcf225>.

126 cfr. Caterino D., *La funzione del collegio sindacale delle società quotate, tra "prevenzione" e "allerta" della crisi d'impresa*, documento disponibile al link: <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/10726/caterino.pdf>.

### 2.3. Il dirigente preposto alle scritture contabili

L'attuale assetto del sistema dei controlli è stato fortemente influenzato dalla L. n.262/2005, ovvero dalle "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari". La legge è stata la risposta immediata del legislatore ai crack Cirio e Parmalat. All'interno di un più ampio ventaglio di misure dirette a rafforzare l'attendibilità dell'informazione di natura finanziaria, l'elemento di maggiore rilevanza introdotto dalla legge è la figura del dirigente preposto alle scritture contabili. La disciplina trae ispirazione dalla legislazione degli Stati Uniti d'America: il *Sarbanes Oxley Act* del 2002 impone obblighi di certificazione della verità e correttezza dei conti annuali e trimestrali a carico del *principal executive officer* e del *principal financial officer*. In realtà la legge sulla tutela del risparmio, secondo una consolidata dottrina, con il dirigente preposto alle scritture contabili non ha introdotto una nuova figura nell'organizzazione dell'impresa, ma ha formalizzato giuridicamente una mansione già prevista negli organigrammi delle imprese più complesse. Si tratta della figura apicale di quella parte della struttura amministrativa della società dedicata alla elaborazione dei documenti contabili, ovvero del *Chief Financial Officer*<sup>127</sup>. E' dall'analisi delle mansioni previste dall'articolo 154-bis del T.U.F. (al quale d'ora in poi faremo riferimento) che si è concluso che la figura del Dirigente preposto coincide con quella del *CFO*. L'obiettivo comune della L.262/2005 e del *Sarbanes-Oxley Act* da cui la figura trae origine, è quello di potenziare il sistema amministrativo contabile, in maniera tale da garantire una migliore e più affidabile *disclosure* societaria. E' infatti ragionevole ritenere che esista un nesso causale positivo tra l'implementazione di efficaci procedure amministrativo-contabili e la forte responsabilizzazione del management per fare emergere punti di debolezza del controllo, ed ottenere un'attendibile e significativa informativa di bilancio<sup>128</sup>. Il legislatore ha imposto agli emittenti quotati una struttura di *governance* specifica<sup>129</sup>, che coinvolge l'intera filiera del dato contabile: dalla raccolta sino all'elaborazione e redazione dei documenti contabili sui quali fanno affidamento gli investitori: il dirigente preposto è tenuto a predisporre, ai sensi del comma 3, adeguate procedure amministrative e contabili per la formazione del bilancio

<sup>127</sup> cfr. Benvenuto L., *Il dirigente preposto nei rapporti con gli organi sociali*, in Note e Studi a cura di Assonime, 2012, pp. 2-3, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletDocAllegati?idSelectedDocument=239824&idSelectedDocumentType=374&idSelectedAttach=240016&reserved=false>.

<sup>128</sup> cfr. Allegrini M., *Risk reporting e sistemi di controllo interno. Un'analisi comparata tra Italia e Regno Unito*, Franco Angeli Editore, 2012, p. 129.

<sup>129</sup> cfr. Rossi A., *La responsabilità del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e il sistema sanzionatorio*, articolo disponibile al link: <http://www.rivista231.it/Pagine/Pagina.asp?Id=297>.

di esercizio e, ove previsto, del bilancio consolidato nonché di ogni altra comunicazione di carattere finanziario. La figura in parola ha una posizione non di poco conto all'interno dell'organizzazione ed assume rilevanza anche dal punto di vista della disciplina della responsabilità: l'articolo 2432 c.c., statuisce infatti come l'approvazione del bilancio di esercizio non implichi la liberazione, fra gli altri, dei dirigenti preposti alle scritture contabili dalle proprie responsabilità. Tuttavia è opportuno precisare come soltanto gli emittenti quotati siano obbligati ad individuare la figura nell'ambito del proprio assetto organizzativo, mentre le società "chiuse" mantengono libertà di scelta. La formalizzazione giuridica del CFO non determina l'istituzione di un vero e proprio organo societario. E' infatti opinione diffusa che pur essendo collocato ai più alti livelli della gerarchia aziendale, il soggetto sia legato all'impresa da un rapporto di lavoro subordinato<sup>130</sup>. Egli mantiene comunque un elevato grado di autonomia assistito anche dalla disponibilità di adeguati poteri e mezzi per l'esercizio dei compiti attribuitigli. Venendo ai profili sostanziali della figura quali nomina, durata in carica e revoca, il comma 1 rimette allo statuto degli emittenti l'onere di individuare i requisiti di professionalità e le modalità di nomina del dirigente, previo parere obbligatorio dell'organo di controllo. La nomina è di competenza del CdA, peraltro nel suo plenum, non può dunque essere oggetto di delega. L'organo di controllo interviene invece in merito alle modalità di nomina e al rispetto dei requisiti di professionalità del soggetto individuato come preposto, in linea con la non ingerenza negli atti di gestione. Per quanto concerne l'individuazione concreta del soggetto nonché i requisiti che esso deve rispettare per poter ricoprire il ruolo, il legislatore rimanda allo statuto la previsione di specifici requisiti di professionalità, omettendo l'individuazione di requisiti di onorabilità. L'assenza di un esplicito riferimento ai requisiti di onorabilità per la figura del Dirigente preposto, potrebbe essere colmato attraverso un richiamo al novellato art. 147-quinquies, il quale stabilisce che i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione debbano possedere, a pena di decadenza, i medesimi requisiti di onorabilità degli appartenenti all'organo di controllo<sup>131</sup>.

---

130 cfr. Fondazione Aristeia, *Il dirigente preposto alla luce delle recenti modifiche alla legge sul risparmio*, Febbraio 2007, p. 4, documento disponibile al link: <http://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari72.pdf>

131 cfr. Confindustria, gruppo di lavoro "Diritto Societario", *Linee Guida per lo svolgimento delle attività del dirigente preposto, alla redazione dei documenti contabili, societari ai sensi dell'art. 154-bis T.U.F.*, 2007, pp. 6-8, documento disponibile al link: [http://www.confindustria.it/Aree/DocumentiPub.nsf/1EE41471C16F005DC125741900379FA9/\\$File/Linee%20Guida%20DP.pdf](http://www.confindustria.it/Aree/DocumentiPub.nsf/1EE41471C16F005DC125741900379FA9/$File/Linee%20Guida%20DP.pdf).

Nel silenzio del legislatore in riferimento alla durata dell'incarico, si ritiene che vi sia la massima flessibilità nella sua fissazione: a tempo indeterminato o determinato, con la possibilità di collegare la durata della carica a quella degli organi sociali. Infine, per quanto riguarda una eventuale revoca del soggetto, la competenza è del medesimo organo che provvede alla nomina, ovvero il Consiglio di Amministrazione.

### 2.3.1. I compiti del dirigente preposto: dichiarazione scritta ed attestazione

L'articolo 154-bis, comma 2, T.U.F. stabilisce che “gli atti e le comunicazioni della società diffusi al mercato, e relativi all'informativa contabile anche infrannuale della stessa, sono accompagnati da una dichiarazione scritta del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, che ne attesta la corrispondenza alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili”. La dichiarazione di corrispondenza a cura del dirigente preposto deve dunque accompagnare: gli atti riferibili all'informativa contabile, ovvero le relazioni trimestrali, semestrali ed il bilancio di esercizio, ma anche le comunicazioni, ovvero quella particolare categoria di informazioni contabili che assumono natura *price sensitive* ai sensi dell'articolo 114 T.U.F. Proprio con riguardo alle comunicazioni, al fine di realizzare un'informativa unitaria nell'ambito dei comunicati *price sensitive*, Borsa Italiana ha definito il contenuto minimo delle stesse. Nelle Istruzioni al Regolamento dei Mercati, all'articolo I.A.2.9.3, rubricato “Contenuto minimo dei comunicati inerenti l'approvazione dei dati contabili di periodo” è infatti inserito il comma 8, ai sensi del quale nel testo del comunicato *price sensitive* deve essere inserita la seguente dicitura: “Il Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari (nome/cognome) dichiara ai sensi del comma 2 dell'articolo 154 bis del Testo Unico della Finanza, che l'informativa contabile contenuta nel presente comunicato corrisponde alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili”<sup>132</sup>. La disciplina del Dirigente preposto è stata oggetto di modifiche con il decreto correttivo della legge sul risparmio, ovvero il D.Lgs. 303/2006. Nella sua formulazione originaria infatti, il legislatore richiedeva due distinte attestazioni ai sensi dell'articolo 154-bis: la prima, sottoscritta anche da parte del direttore generale, consistente in una dichiarazione che gli atti e le comunicazione della società previste dalla legge o diffuse al mercato, contenenti dati sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della

---

<sup>132</sup> cfr. Confindustria, gruppo di lavoro “Diritto Societario”, *Linee Guida per lo svolgimento delle attività del dirigente preposto, alla redazione dei documenti contabili, societari ai sensi dell'art. 154-bis T.U.F., 2007*, pp. 6-8, documento disponibile al link: [http://www.confindustria.it/Aree/DocumentiPub.nsf/1EE41471C16F005DC125741900379FA9/\\$File/Linee%20Guida%20DP.pdf](http://www.confindustria.it/Aree/DocumentiPub.nsf/1EE41471C16F005DC125741900379FA9/$File/Linee%20Guida%20DP.pdf).

società, riflettevano dati e informazioni corrispondenti al vero. La seconda, da comunicare al mercato sulla base del modello stabilito dalla Consob, consistente in una relazione a cura dell'organo delegato e del dirigente preposto, allegata al bilancio di esercizio, in cui i soggetti dichiaravano l'applicazione delle procedure amministrative e contabili, nonché la corrispondenza alle risultanze dei libri e delle scritture contabili. Il novellato comma 2 dell'art. 154-bis T.U.F. stabilisce ora che il dirigente preposto è l'unico soggetto responsabile al rilascio della dichiarazione scritta, eliminando l'obbligo congiunto del Direttore Generale. Tuttavia la novità di maggiore rilevanza è la scomparsa del riferimento alla "corrispondenza al vero". La precedente disposizione aveva infatti generato incertezze circa il reale contenuto della dichiarazione, con il rischio che il flusso delle informazioni fornite al mercato diventasse più macchinoso. In ogni caso, sul punto si era già osservato che, l'attestazione della corrispondenza al vero non significasse una certificazione della verità del dato, bensì una sua corretta rappresentazione<sup>133</sup>. In merito alla seconda attestazione, il rinnovato comma 5 del citato articolo del T.U.F. ne rafforza la portata, estendendo l'obbligo anche alla relazione semestrale, coerentemente alla disciplina civilistica e alla direttiva *Transparency* (direttiva 2004/109/CE). In particolare, gli organi amministrativi delegati e il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari sono tenuti ad attestare con apposita relazione sul bilancio di esercizio, sul bilancio semestrale abbreviato e, ove redatto, sul bilancio consolidato:

- a) l'adeguatezza e l'effettiva applicazione delle procedure di cui al comma 3 nel corso del periodo cui si riferiscono i documenti;
- b) che i documenti sono redatti in conformità ai principi contabili internazionali applicabili riconosciuti nella Comunità europea ai sensi del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002;
- c) la corrispondenza dei documenti alle risultanze dei libri e delle scritture contabili;
- d) l'idoneità dei documenti a fornire una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente e dell'insieme delle imprese incluse nel consolidamento;

---

<sup>133</sup> cfr. Fondazione Aristeia, *Il dirigente preposto alla luce delle recenti modifiche alla legge sul risparmio*, Febbraio 2007, p. 4, documento disponibile al link: <http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari72.pdf>.

e) per il bilancio d'esercizio e per quello consolidato, che la relazione sulla gestione comprende un'analisi attendibile dell'andamento e del risultato della gestione, nonché della situazione dell'emittente e dell'insieme delle imprese incluse nel consolidamento, unitamente alla descrizione dei principali rischi e incertezze cui sono esposti;

f) per il bilancio semestrale abbreviato, che la relazione intermedia sulla gestione contiene un'analisi attendibile delle informazioni di cui al comma 4 dell'articolo 154-ter.

#### 2.4. La funzione Internal Audit ed il RIA

L'Internal Audit è la funzione aziendale deputata a verificare in maniera indipendente che il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi sia complessivamente adeguato e funzionante. Nell'attuale scenario competitivo mondiale le imprese si trovano a dover fronteggiare un sempre più vasto numero e tipo di rischi che ne minacciano la sopravvivenza e la proliferazione. La *corporate governance* di pari passo ha assunto un ruolo non più trascurabile per la credibilità e la reputazione dell'impresa, la quale giocoforza è tenuta ad investire e a predisporre adeguati assetti organizzativi ed amministrativi per garantirsi un'adeguata probabilità di raggiungere i diversi obiettivi che si è proposta. La funzione Internal Audit è un tassello fondamentale nell'ambito dell'assetto organizzativo delle imprese strutturate di medio-grande e grande dimensione<sup>134</sup>, posizionandosi come funzione di controllo "di terzo livello". Formalmente, è possibile definire l'IA come: "un'attività indipendente ed obiettiva di assurance e consulenza, finalizzata al miglioramento dell'efficacia e dell'efficienza dell'organizzazione. Assiste l'organizzazione nel perseguimento dei propri obiettivi tramite un approccio professionale sistematico che genera valore aggiunto in quanto finalizzato a valutare e migliorare i processi di controllo, di gestione dei rischi e di *corporate governance*"<sup>135</sup>. Dall'analisi della definizione fornita dall'IIA, è possibile individuare le particolarità di questa funzione di controllo aziendale di terzo livello: l'*Internal Auditing* è in primis un'attività indipendente ed obiettiva. L'indipendenza permette di svolgere il mandato della funzione senza interferenze di alcun tipo, visto che il raggio di azione della funzione abbraccia a 360° l'intera azienda. La neutralità *super partes* prevede comunque delle forme di coinvolgimento, si tratta infatti di una funzione a supporto della creazione del valore aziendale e non in contrapposizione con gli altri attori.

---

<sup>134</sup> cfr. D'Onza G., *L'internal auditing. Profili organizzativi, dinamica di funzionamento e creazione del valore*, Giappichelli Editore, 2013, introduzione.

<sup>135</sup> cfr. The Institute of Internal Auditors, *Codice Etico*, documento disponibile al link: <http://www.iiaweb.it/codice-etico>.

L'indipendenza si concretizza soprattutto grazie al posizionamento nell'organigramma aziendale: essa è una funzione di staff del Consiglio di Amministrazione, riporta funzionalmente al Comitato Controllo e Rischi mentre dal punto di vista gerarchico al vertice esecutivo aziendale. L'obiettività è invece un atteggiamento mentale richiesto ai membri della funzione stessa. Per *assurance* si intende l'esame oggettivo delle evidenze con l'obiettivo di ottenere una valutazione neutrale dei processi di gestione del rischio, di controllo o di *governance*. I servizi di *assurance* sono fondamentali per migliorare la qualità delle decisioni e l'affidabilità delle informazioni. La funzione *Internal Audit* svolge anche attività di consulenza, nel senso che essa supporta ed assiste l'intera organizzazione per migliorare i processi di *governance*, *risk management* e controllo, grazie all'identificazione delle lacune. Tuttavia non si sostituisce al *management* il quale rimane il responsabile ultimo del processo e dell'adozione degli interventi correttivi concordati. Il contributo al miglioramento che si propone l'attività di *Internal Audit* non riguarda esclusivamente la conformità dell'organizzazione a norme di legge ma anche all'incremento dell'efficacia e dell'efficienza, generando valore aggiunto mediante un approccio sistemico, oltre che obiettivo. Ed è proprio la generazione di valore aggiunto che ne garantisce la sopravvivenza nel contesto organizzativo. Il *modus operandi* degli *Internal Auditors* ha subito delle profonde modifiche nel corso del tempo, a causa delle mutate esigenze del *management* e delle relative strutture organizzative, per effetto degli scenari economici globalizzati in cui l'impresa opera. Da attività di carattere prettamente ispettivo, le mansioni della funzione *Internal Audit* si sono evolute a vero e proprio contribuente all'architettura del sistema dei controlli, attraverso la proposizione alla direzione aziendale di suggerimenti e contributi volti a superare le criticità riscontrate in sede di verifica. L'*Internal Audit* apporta insomma un proprio contributo alla progettazione del sistema di controllo interno e successivamente lo sottopone a verifica per valutarne l'adeguatezza e l'effettivo funzionamento<sup>136</sup>. Dal punto di vista della disciplina normativa, con riferimento alla revisione interna, essa trova soltanto alcuni accenni all'interno del T.U.F.: viene menzionata all'articolo 6 che riguarda la prestazione dei servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio e all'articolo 150, laddove impone "ai preposti al controllo interno" di riferire anche al Collegio Sindacale, di propria iniziativa o su richiesta di un singolo componente, omettendo peraltro indicazioni su argomenti e periodicità del rapporto. Un'ampia trattazione viene invece riservata all'interno della normativa secondaria del settore bancario e assicurativo, rispettivamente a cura della Banca d'Italia e dell'IVASS<sup>137</sup>.

---

<sup>136</sup> cfr. Anaclerio M., *Internal Auditing*, Ipsoa, 2011, introduzione.

<sup>137</sup> cfr. G. Gasparri, *I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana ed i problemi aperti*, Quaderni Giuridici Consob, 2013, pp. 74-75.

Il Codice di Autodisciplina delle Società quotate attribuisce all'*Internal Audit* un ruolo di spicco nel sistema dei controlli interni. Infatti nel principio 7.P.3, il Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi coinvolge, fra gli altri: “il responsabile della funzione di *Internal Audit*, incaricato di verificare che il Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi sia funzionante e adeguato”. Per quanto concerne la nomina e la revoca del preposto o dei preposti al controllo interno, ovvero il/i Responsabile/i dell'*Internal Audit* -ferma restando la possibilità di esternalizzare l'attività- il criterio applicativo 7.C.1 stabilisce che è di competenza del Consiglio di Amministrazione, su proposta dell'Amministratore incaricato al Sistema di Controllo Interno, previo parere favorevole del Comitato Controllo e Rischi, nonché sentito il Collegio Sindacale. Inoltre il CdA si assicura che sia dotato delle risorse adeguate all'espletamento delle proprie responsabilità ed infine ne stabilisce la remunerazione. Terminiamo la disamina delle disposizioni del Codice di Autodisciplina dedicate alla funzione, ricordando come il sopracitato criterio applicativo, alla lettera c, stabilisce che il Consiglio di Amministrazione approva, con cadenza almeno annuale, il piano di lavoro predisposto dal responsabile della funzione di *Internal Audit*, sentiti il Collegio Sindacale e l'Amministratore incaricato del Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi<sup>138</sup>. Passando invece all'espletamento operativo dei compiti della funzione di controllo di terzo livello, la valutazione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi ad opera del RIA e del suo staff, avviene in termini di:

- verifica e sondaggio dell'ambiente di controllo (c.d. *control environment*);
- verifica dei processi di analisi e di valutazione dei rischi;
- verifica della corretta applicazione delle *policy* e delle procedure a presidio dei principali rischi aziendali; qualità e affidabilità delle informazioni a supporto dei processi di gestione dei rischi;
- efficacia dell'attività di monitoraggio e supervisione svolta dalla funzione di *risk management* (funzione di secondo livello).

E' dall'insieme delle verifiche di competenza degli auditors che si comprende il motivo per il quale è fortemente raccomandata la separazione tra la funzione di Internal Audit e le funzioni che hanno una diretta responsabilità nella predisposizione dei processi di gestione dei rischi. Queste infatti saranno soggette ad una verifica *ex post* ed indipendente da parte degli auditors.

---

<sup>138</sup> cfr. Comitato Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, 2015, p. 31, documento disponibile al link: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/codice2015.pdf>.

Tuttavia come accennato sopra, la funzione svolge, fra le altre, attività di consulenza. L'Institute of Internal Auditors ha dato il proprio parere favorevole affinché l'*Internal Audit* nell'ambito della gestione dei rischi, fornisca il proprio contributo in termini di:

- educazione, ovvero può partecipare alla creazione e al rafforzamento della consapevolezza sui rischi e sulle prassi di *risk management* attraverso l'integrazione della metodologia di analisi e valutazione del rischio nell'ambito degli strumenti di audit, sensibilizzando così il *management* e supportando la diffusione di una cultura condivisa all'interno dell'organizzazione;
- facilitazione nei confronti del management nello svolgimento delle attività di valutazione del rischio e nella definizione delle azioni di mitigazione, senza sostituirsi a quest ultimo;
- coordinamento per la raccolta, l'analisi ed il consolidamento delle informazioni sui rischi provenienti dalle varie "fonti" aziendali, nonché alla predisposizione del *Risk Reporting* aggregato.

All'*Internal Auditor* è invece precluso, per non minare il carattere indipendente ed obiettivo che in ogni circostanza deve distinguere la funzione, di:

- definire il *risk appetite* dell'impresa;
- predisporre i processi finalizzati alla gestione del rischio;
- sostituirsi al Management nell'identificazione e valutazione dei rischi;
- definire e implementare le risposte al rischio e le relative azioni di mitigazione;
- accettare responsabilità di *Risk Management* operativo<sup>139</sup>.

---

139 cfr. Protiviti, *Il ruolo del CDA nel governo dei rischi aziendali*, Giugno 2014, pp. 27-28, documento disponibile al link: <http://www.protiviti.it/it-IT/Documents/Protiviti-Il-ruolo-del-CdA0-nel-governo-dei-rischi-ed-luglio-2014.pdf>.

## 2.5. L'Organismo di Vigilanza ex D.Lgs. 231/2001

L'articolo 6 del D.Lgs. 231/2001 sulla responsabilità amministrativa (ma sostanzialmente penale) dell'ente, prevede che l'ente possa esimersi dalle responsabilità conseguenti la commissione dei reati individuati sia dal sopracitato Decreto Legislativo, ma anche dal D.Lgs. 231/2007 relativo all'antiriciclaggio e al finanziamento al terrorismo, a condizione che l'organo dirigente abbia, fra l'altro:

- adottato modelli di organizzazione, gestione e controllo idonei a prevenire i reati considerati;
- affidato il compito di vigilare sul funzionamento e l'osservanza del modello, nonché di curarne l'aggiornamento, ad un organismo dell'ente dotato di autonomi poteri di iniziativa e controllo.

L'individuazione dell'OdV unitamente ad un corretto ed efficace perseguimento degli obiettivi di sua competenza, costituiscono un presupposto essenziale per l'ente al fine di esimersi dalle responsabilità conseguenti la commissione di un reato, sia che sia stato commesso da soggetti che si trovano in posizione apicale che subordinata<sup>140</sup>. Per molti anni l'OdV è stato visto come un'entità estranea, ripudiato come organo societario e non armonizzato con la collocazione ed i compiti che spettano agli organi societari in senso stretto. E' solo grazie alla legge di stabilità del 2012, con cui è stata prevista la possibilità di nominare come OdV l'organo di controllo societario, ovvero rispettivamente: Collegio Sindacale, Comitato per il Controllo Interno, Consiglio di Sorveglianza; che il focus dell'analisi si è spostato sul tema dei controlli, pur mantenendo tratti specifici che ne impediscono l'appiattimento e l'assimilazione ai controlli "standard" di cui sono responsabili gli organi societari. L'OdV si collega al funzionamento dell'impresa e diventa controllore dello stesso sistema dell'organizzazione societaria<sup>141</sup>. Esso è chiamato a vigilare sul funzionamento ed il rispetto del Modello di organizzazione e gestione, ma anche a curarne l'aggiornamento<sup>142</sup>.

---

<sup>140</sup> cfr. Confindustria, *Linee guida per la costruzione dei modelli di organizzazione e controllo ai sensi del d.lgs. 231/2001*, p. 32, documento disponibile al link: [http://www.confindustria.it/Aree/lineeg.nsf/0/1f77a3860529403ec125742600577c2b/\\$FILE/Linee%20Guida%20231\\_2008.pdf](http://www.confindustria.it/Aree/lineeg.nsf/0/1f77a3860529403ec125742600577c2b/$FILE/Linee%20Guida%20231_2008.pdf).

<sup>141</sup> cfr. De Nicola A., *L'organismo di vigilanza 231 nelle società di capitali*, Giappichelli Editore, 2015, prefazione.

<sup>142</sup> cfr. Genco P., *Corporate governance: Sistemi e strutture di governo dell'impresa*, Giappichelli Editore, 2014, p. 249.

In particolare i compiti sono i seguenti:

- verifica dell'applicazione e del rispetto del codice etico e del modello nel suo complesso;
- monitoraggio delle iniziative finalizzate alla diffusione del codice etico e del modello, sia all'interno che all'esterno della società;
- promozione dell'emanazione delle linee guida e delle procedure operative;
- diffusione dei principi e dei doveri contenuti nel codice etico e nel modello nel suo complesso;
- valutazione dei piani di comunicazione e formazione etica;
- attivazione delle procedure di controllo, fermo restando il rimanere in capo al management della responsabilità principale sul controllo e sulle aree di rischio;
- attivazione e mantenimento di un adeguato flusso di *reporting* con le analoghe strutture della società;
- ricezione ed analisi delle segnalazioni di violazione del codice etico e del modello;
- comunicazione al CdA dei risultati delle attività di verifica per l'adozione di eventuali provvedimenti sanzionatori nell'ottica di contrasto alle violazioni al codice etico e al modello 231;
- individuazione dei criteri e delle procedure per la riduzione del rischio di violazione del codice di comportamento e del modello;
- proposizione al CdA di modifiche e integrazioni da apportare al codice etico e al modello;
- proposizione al CdA di iniziative utili per la maggiore diffusione e per l'aggiornamento del codice e del modello<sup>143</sup>.

Il D.Lgs.231/2001 non individua l'organo sociale competente alla designazione, tuttavia la prassi vuole che sia il Consiglio di Amministrazione a ad effettuare la nomina, tenendo in adeguata considerazione la dimensione della società, l'attività da essa svolta e le aree nel cui ambito possono essere compiuti i reati presupposto della responsabilità amministrativa dell'ente<sup>144</sup>. La disciplina in esame ha ommesso di fornire indicazioni non solo in merito all'organo sociale a cui compete la nomina dell'Organismo, ma anche sulla sua composizione, che può essere monocratica o pluripersonale.

---

<sup>143</sup> cfr. IRDCEC, *Linee guida per l'OdV e per il coordinamento con la funzione di vigilanza del collegio sindacale*, 2013, documento disponibile al link: <http://www.fondazione nazionalecomercialisti.it/node/581>.

<sup>144</sup> cfr. Genco P., *Corporate governance: Sistemi e strutture di governo dell'impresa*, Giappichelli 2014, p. 249.

Nella composizione plurisoggettiva possono far parte dell'Organismo sia componenti interni che esterni all'ente, purché essi rispettino taluni requisiti. La mancata indicazione di questi elementi non deve però trarre in inganno: la soluzione scelta dal Consiglio di Amministrazione deve essere in linea con le finalità perseguite dalla legge. Dunque deve assicurare il profilo di effettività dei controlli in relazione alla dimensione ed alla complessità dell'impresa<sup>145</sup>. In particolare ai componenti dell'OdV è richiesta autonomia, ovvero devono essere scevri da qualsiasi forma di interferenza o di condizionamento, nonché essere legittimati ad intraprendere iniziative di controllo, anche mediante ispezioni a sorpresa. In riferimento al requisito dell'indipendenza, strettamente connesso al profilo di autonomia, la giurisprudenza vi ha posto particolare attenzione: si veda a tal proposito la sentenza n. 38343 della Cassazione penale, Sezioni unite, del 18 settembre 2014, sul caso Thyssen Krupp<sup>146</sup>. Il rispetto sostanziale e formale di questi requisiti può essere assicurato dall'inserimento dell'Organismo in esame come unità di staff in una posizione gerarchica più elevata possibile e prevedendo il "riporto" al massimo vertice operativo aziendale ovvero al Consiglio di Amministrazione nel suo complesso. Per assicurare la necessaria autonomia di iniziativa e l'indipendenza è poi indispensabile che all'OdV non siano attribuiti compiti operativi che, rendendolo partecipe alle decisioni ed alle attività operative, ne minerebbero l'obiettività di giudizio in fase di verifica dei comportamenti e del Modello di organizzazione<sup>145</sup>. All'OdV è altresì richiesta la professionalità necessaria all'espletamento dei compiti ad esso attribuiti ma anche continuità d'azione, in interazione con il management aziendale<sup>159</sup>. Per quanto concerne le figure professionali presenti all'interno dell'organismo, spesso si assiste alla presenza del Preposto al controllo interno, ovvero del responsabile della funzione di *Internal Audit*. Inoltre, come accennato sopra, la legge di stabilità del 2012, ovvero L. 183/2011, ha previsto la possibilità di attribuire le funzioni proprie dell'OdV direttamente all'organo di controllo.

---

<sup>145</sup> cfr. Confindustria, *Linee guida per la costruzione dei modelli di organizzazione e controllo ai sensi del d.lgs. 231/2001*, p. 32, documento disponibile al link: [http://www.confindustria.it/Aree/lineeg.nsf/0/1f77a3860529403ec125742600577c2b/\\$FILE/Linee%20Guida%20231\\_2008.pdf](http://www.confindustria.it/Aree/lineeg.nsf/0/1f77a3860529403ec125742600577c2b/$FILE/Linee%20Guida%20231_2008.pdf).

<sup>146</sup> cfr. Bicchieri L., Rossetti D., *L'organismo di vigilanza guida i controlli da "231"*, Il Sole 24 Ore, 3 Novembre 2014.

Tale previsione, muove del presupposto che:

- attribuire le competenze dell'OdV al Collegio Sindacale significa investire l'intero organo nel complesso;
- vi sia la necessità di individuare un coordinamento tra la funzione di vigilanza ai sensi dell'articolo 2403 del codice civile ed ai sensi del D.Lgs.231/2001, realizzando quelle sinergie propedeutiche a raggiungere l'efficacia operativa.

La natura di organo sociale del Collegio Sindacale prevale rispetto alle attribuzioni della L.231/2001 e nei suoi confronti trovano applicazione non solo le disposizioni di legge e dello statuto previste per l'organo in parola, ma anche le disposizioni specifiche che regolano l'OdV<sup>147</sup>. Da quanto detto sino ad ora emergono, fra gli altri, le due responsabilità primarie dell'organo, ovvero la verifica dell'efficace funzionamento del modello, ma anche il suo rispetto ed aggiornamento. A tal fine è necessario che l'OdV sia destinatario di adeguati flussi informativi nonché vi sia una effettiva collaborazione da parte degli altri attori del Sistema di Controllo Interno e di Gestione del Rischio. L'organo in esame deve essere dunque costantemente aggiornato ed informato su quanto avviene all'interno dell'impresa. La reportistica assume dunque un ruolo centrale, soprattutto quella proveniente da parte dei soggetti a cui compete il controllo in base al modello, a fronte del verificarsi di eventi, situazioni e condizioni che anche solo potenzialmente possono fare incorrere l'ente in uno dei reati oggetto di sanzione ai sensi dei decreti<sup>148</sup>. E' doveroso ritenere che l'obbligo di fornire le informazioni richieste dall'Organismo incomba su tutti gli attori aziendali, ma anche, secondo parte della dottrina, su coloro i quali si trovino in posizione esterna rispetto all'impresa ma siano comunque collegati ad essi. Un buon modello di organizzazione e gestione dovrebbe prevedere un sistema sanzionatorio nei confronti dei soggetti che omettono la comunicazione delle informazioni. Le comunicazioni nei confronti dell'organismo avvengono attraverso una procedura, che a seconda dei casi può essere più o meno formale. L'attivazione di un canale di *whistleblowing* è fondamentale: garantire l'anonimato a coloro i quali denunciano l'illecito diviene una *condicio sine qua non* affinché l'organismo possa per tempo essere informato dell'illecito, che altrimenti rimarrebbe impunito sino all'intervento, a dire il vero eventuale, della magistratura.

---

<sup>147</sup> cfr. IRDCEC, *Linee guida per l'OdV e per il coordinamento con la funzione di vigilanza del collegio sindacale*, 2013, documento disponibile al link: <http://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/node/581>.

<sup>148</sup> cfr. AA.VV., *Modelli organizzativi ai sensi del d. lgs. n. 231/2001 e tutela della salute e della sicurezza nei luoghi di lavoro*, Giappichelli Editore, 2014, p. 90.

Ma in tal caso, la circostanza evidenzierrebbe una falla nel modello organizzativo. L'organismo di vigilanza è tenuto a valutare con attenzione le segnalazioni ricevute, ascoltando eventualmente il segnalatore, il responsabile della presunta violazione ma anche le persone informate dei fatti, acquisendo tutta la documentazione necessaria all'analisi. Lo stesso riferirà ai vertici aziendali al fine di individuare gli opportuni provvedimenti sanzionatori e correttivi<sup>149</sup>.

## 2.6. La società di revisione

Un primo segnale di apertura del nostro ordinamento giuridico verso una più ampia considerazione degli interessi che ruotano attorno alla moderna società per azioni è riscontrabile nella legge n.216/1974: ha segnato la separazione tra controllo contabile e controllo di legalità nelle società quotate. La funzione di controllo sulla regolare tenuta della contabilità e sulla corrispondenza del bilancio alle scritture contabili e alle norme di legge è stata sottratta all'esclusiva competenza del Collegio Sindacale ad attribuita anche ad un organo esterno all'azienda: la società di revisione. Tuttavia, il legislatore con il D.P.R. n.136/1975 ha stabilito come restassero ferme le attribuzioni previste dal codice civile in merito al controllo contabile a cura del Collegio Sindacale. Ciò si è tradotto in una duplice e concorrente attività di controllo contabile. La sovrapposizione è durata sino al 1998, anno di emanazione del T.U.F., il quale ha reso l'attività di competenza esclusiva del revisore esterno, determinando in tal modo il definitivo passaggio all'articolazione dualistica dei controlli. Per quanto concerne il contenuto dell'attività di revisione, ha cominciato ad essere codificato soltanto a seguito dell'emanazione del D.P.R. 136/1975 il quale ha sancito l'obbligatorietà della revisione per le società quotate. L'assenza nel nostro paese di un quadro di norme e principi specifici finalizzati a regolare l'attività di revisione, ha portato all'instaurarsi, grazie all'arrivo delle grandi società di revisione, di una prassi molto simile a quella in uso nei paesi anglosassoni. Sino al recepimento della direttiva europea 43/2006/CE (nuova ottava direttiva), avvenuto attraverso il D.Lgs.39/2010, la normativa sulla revisione legale dei conti, era caratterizzata da:

- eterogeneità semantica, infatti vi si faceva riferimento con i termini "revisione contabile" o "controllo contabile";
- disseminazione in numerosi provvedimenti legislativi.

---

<sup>149</sup> cfr. Genco P., *Corporate governance: Sistemi e strutture di governo dell'impresa*, Giappichelli Editore, 2014, p. 251.

Le norme giuridiche in cui erano sparse le disposizioni relative alla revisione erano le seguenti:

- Libro V, Titolo V, Capo V, Sezione VI-bis, par.4, nonché gli articoli 2403, 2409-quinquiesdecies, 2409-novesdecies, 2477, 2624 e 2635 del codice civile;
- D.Lgs. 27 Gennaio 1992 in attuazione della direttiva 84/253/CE relativa all'abilitazione delle persone incaricate del controllo di legge dei documenti contabili;
- Legge n.132/1997 Nuove norme in materia di revisori contabili;
- D.P.R. 99/1998 Regolamento recante norme concernenti le modalità di esercizio della funzione di revisione contabile;
- Parte IV, Titolo III, Capo II, Sezione VI, nonché Parte V, Titolo I, Capo III ed articoli 4, 8, 9 e 116 del T.U.F.;
- Parte III, Titolo VI del Regolamento CONSOB n.11971 del 1999 (regolamento emittenti);
- articolo 41 del D.Lgs. 127/1991 Controllo del bilancio consolidato;
- articolo 102 e ss. del D.Lgs. 209/2005 Codice delle assicurazioni private;
- articolo 52 del D.Lgs. 385/1993 (T.U.B).

Tra i risvolti più importanti del recepimento della direttiva vi è il riordino della disciplina e la conseguente fine (o quasi) della frammentarietà normativa: sono stati abrogati il D.Lgs. 88/1992, la L. 132/1997, il D.P.R. 99/1998, la L. 222/1998, la L.266/1998, il D.P.R. 233/2000 ed il D.Lgs. 28/2006. Il codice civile è stato interessato da alcune modifiche volte in primis ad uniformare il linguaggio: i termini “controllo contabile, il revisore, il revisore contabile”, sono stati sostituiti da “revisione legale dei conti, soggetto incaricato della revisione legale dei conti, revisori legali, società di revisione legale”. Sono stati inoltre abrogati gli articoli 2409-ter, quater, quinquies, sexies e 2464. Anche all'interno del T.U.F. è stato uniformato il linguaggio, ma soprattutto è stata interamente rinnovata la sezione IV relativa alla revisione contabile. Per quanto concerne l'impatto della direttiva 43/2006/CE sulla previgente normativa europea, essa ha modificato le direttive 660/1978/CEE (quarta direttiva) e la 349/1983/CEE (settima direttiva) ed ha abrogato la precedente ottava direttiva, ovvero la 253/1984/CEE<sup>150</sup>. E' stata la mancanza di un approccio comune a livello europeo sulla revisione legale dei conti a spingere la Commissione ad intervenire sulla materia, con l'obiettivo di armonizzare gli obblighi previsti nei diversi Stati membri, fermo restando la possibilità da parte di essi di prevedere norme più severe, a patto che non siano in contrasto con il contenuto della direttiva stessa.

---

<sup>150</sup> cfr. Cadeddu L. - Portalupi A., *La revisione legale dei conti*, Gruppo 24 Ore, 2012, pp. 3-9.

La direttiva involge i seguenti aspetti della revisione legale dei conti:

- oggetto e definizioni: la revisione legale riguarda i conti annuali e consolidati nella misura in cui essa sia prescritta dal diritto comunitario;
- abilitazione, formazione continua e mutuo riconoscimento: vengono individuate specifiche norme relative ai soggetti legittimati a svolgere l'attività, nonché il periodo di tirocinio, l'esame di idoneità professionale e l'aggiornamento professionale;
- registro dei revisori legali e delle società di revisione: sono stabilite le modalità di iscrizione al Registro e il suo contenuto informativo;
- deontologia professionale, indipendenza, obiettività, riservatezza e segreto professionale: riguardano lo svolgimento della revisione che deve essere svolta secondo quanto previsto dai principi di revisione internazionale (fino all'emanazione degli stessi, la revisione viene effettuata secondo i principi elaborati da associazioni e ordini professionali e dalla CONSOB);
- disposizioni speciali riguardanti gli Enti di interesse pubblico;
- controllo qualità: ciascuno Stato membro è tenuto ad assicurare che le società di revisione siano soggette ad un sistema di controllo della qualità che soddisfi alcuni criteri;
- vigilanza, indagini e sanzioni: un efficace sistema di indagine e sanzioni è finalizzato a correggere e prevenire un esercizio scorretto dall'attività di revisione.

La nuova disciplina della revisione legale dei conti ha posto particolare enfasi sull'indipendenza della società di revisione: ai sensi dell'art. 10, comma 1, D.Lgs. 39/2010, nel prestare il proprio servizio professionale, deve essere libera da qualsiasi tipo di condizionamento che possa influenzarne il giudizio e non deve essere in alcun modo coinvolta nel processo decisionale del revisionato. Anche nel caso in cui siano state applicate tutte le cautele del caso ma permanga un sensibile rischio di "cattura", la società è tenuta a rinunciare all'incarico. Il rispetto del generale principio di indipendenza determina l'impossibilità di effettuare la revisione legale nei confronti di una società con cui sussistano relazioni finanziarie, d'affari, di lavoro o di altro genere, dirette o indirette, comprese quelle derivanti dalla prestazione di servizi aggiuntivi diversi dalla revisione contabile. Inoltre è stato notevolmente ampliato l'ambito di applicazione della disciplina dell'indipendenza, estendendolo dalla sola società di revisione sino all'intera rete professionale di cui essa fa parte. Per rete professionale si intende la più ampia struttura a cui appartiene la società di revisione stessa, che si avvale della medesima denominazione professionale, o attraverso la quale vengono condivise risorse professionali<sup>151</sup>.

---

<sup>151</sup> cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, p. 238.

Un ulteriore presidio posto a tutela dell'indipendenza del revisore esterno è costituito dal limite della durata dell'incarico: ai sensi dell'articolo 17 del D.Lgs. 39/2010, l'incarico di revisione legale ha la durata di nove esercizi per le società di revisione e di sette esercizi per i revisori legali. Esso non può essere rinnovato o nuovamente conferito se non siano decorsi almeno tre esercizi dalla data di cessazione del precedente incarico. Tale periodo è conosciuto come *cooling-off period* o periodo di raffreddamento.

#### 2.6.1. I compiti della società di revisione: il giudizio sul bilancio

Il revisore legale dei conti, che nella fattispecie delle società quotate coincide con la società di revisione, non è un organo sociale, ma un soggetto esterno che presta la propria attività professionale<sup>152</sup>. Questa attività di revisione si sostanzia in una serie di compiti, riassumibili nell'espressione "controllo legale dei conti", finalizzata al rilascio di un giudizio professionale sul bilancio. A differenza di quanto previsto inizialmente dal D.P.R. 136/1975, il T.U.F. parla di giudizio e non più di certificazione del bilancio. Il cambiamento terminologico sta a significare che le conclusioni a cui giunge la società di revisione non costituiscono un atto dotato di particolare certezza legale, ma una valutazione professionale sugli aspetti di competenza della stessa società<sup>153</sup>. Ai sensi del comma 1 dell'articolo 14 del D.Lgs. 39/2010, oltre ad esprimere un parere professionale sul bilancio di esercizio mediante apposita relazione, la società di revisione è tenuta a verificare nel corso dell'esercizio la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili. Per adempiere a tali responsabilità, il seguente comma 6 dispone che i soggetti incaricati della revisione legale hanno diritto ad ottenere dagli amministratori documenti e notizie utili all'attività di revisione legale e possono procedere ad accertamenti, controlli ed esame di atti e documentazione. Il revisore legale o la società di revisione legale incaricati della revisione del bilancio consolidato sono interamente responsabili dell'espressione del relativo giudizio. A questo fine, essi ricevono i documenti di revisione dai soggetti incaricati della revisione delle società controllate e possono chiedere ai suddetti soggetti o agli amministratori delle società controllate ulteriori documenti e notizie utili alla revisione, nonché procedere direttamente ad accertamenti, controlli ed esame di atti e documentazione e controlli presso le medesime società.

---

<sup>152</sup> cfr. De Iulis C.M., *Norme e schemi di diritto delle società di capitali*, Giappichelli Editore, p. 132.

<sup>153</sup> cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, p. 230.

I documenti e le carte di lavoro relativi agli incarichi di revisione legale svolti sono conservati per 10 anni dalla data della relazione di revisione. Il giudizio sul bilancio, a cui è finalizzata l'attività di revisione, può essere:

- senza rilievi, nel caso in cui il bilancio sia conforme alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione e rappresenti in maniera veritiera e corretta (*true and fair view*) la situazione economico, finanziaria e patrimoniale della società;
- con rilievi, nel caso in cui vi siano significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ma anche disaccordi con gli amministratori riguardanti l'accettabilità dei principi contabili utilizzati, i loro metodi di applicazione o l'adeguatezza delle informazioni fornite nel bilancio<sup>154</sup>;
- negativo, laddove il revisore, avendo acquisito elementi probativi sufficienti ed appropriati, concluda che gli errori, singolarmente o nel loro insieme, siano significativi e pervasivi per il bilancio<sup>155</sup>;
- impossibilità di esprimere un giudizio, nel caso di gravi limitazioni alla revisione oppure laddove le incertezze mettano in discussione l'attendibilità del bilancio nel suo complesso.

A prescindere dall'esito delle verifiche, il giudizio sul bilancio deve essere formalizzato all'interno di una relazione, redatta in conformità ai principi di revisione previsti dall'articolo 11 del D.Lgs. 39/2010. La relazione è un documento dal contenuto complesso che comprende:

- a) un paragrafo introduttivo che identifica i conti annuali o consolidati sottoposti a revisione legale ed il quadro delle regole di redazione applicate dalla società;
- b) una descrizione della portata della revisione legale svolta, con l'indicazione dei principi di revisione osservati;
- c) un giudizio sul bilancio. Esso indica chiaramente se è conforme alle norme che ne disciplinano la redazione e se rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico dell'esercizio;
- d) eventuali richiami di informativa che il revisore sottopone all'attenzione dei destinatari del bilancio, senza che essi costituiscano rilievi;

---

<sup>154</sup> cfr. Bauer R., *I Principi di Revisione*, Educatt, 2014, p. 26.

<sup>155</sup> cfr. Assirevi, *I principi di revisione ISA Italia, la nuova relazione di revisione*, 2015, documento disponibile al link: [http://www.revisori.it/vextradocs/11/docs/1185/ISA\\_Assirevi\\_pdf](http://www.revisori.it/vextradocs/11/docs/1185/ISA_Assirevi_pdf).

e) un giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione -realizzata da parte degli amministratori ai sensi dell'articolo 2428 del codice civile- con il bilancio. Tale giudizio di coerenza deve essere esposto in un paragrafo successivo ed aggiuntivo rispetto a quello in cui viene esposto il giudizio sul bilancio. Ovviamente gli effetti sul giudizio di coerenza sono differenti a seconda del giudizio sul bilancio a cui è pervenuto il revisore<sup>156</sup>.

---

<sup>156</sup> cfr. Quagli A. D'Alauro G., *Contabilità e bilancio*, 2014, Ipsoa, p. 889.

## CAPITOLO 3: IL GOVERNO DEL RISCHIO

Sommario: 3.1. Il rischio aziendale: alcune classificazioni 3.2. Dal rischio finanziario all'*Enterprise Risk Management*. 3.2.1. L'evoluzione del concetto di rischio. 3.2.2. L'evoluzione dei modelli istituzionali di gestione del rischio. 3.2.3. L'*Enterprise Risk Management*: tratti generali. 3.3. Il COSO ERM *framework*. 3.3.1. Le componenti del framework. 3.4. La struttura di governo ed il rischio. 3.4.1. Il rapporto tra il rischio ed il sistema di controllo interno 3.4.2. Il *risk oversight* a cura del CdA. 3.4.3. I presidi di controllo del rischio. 3.5. La *risk disclosure*. 3.5.1. La *risk disclosure* secondo l'ICGN.

### 3.1. Il rischio aziendale: alcune classificazioni

Nel cappello introduttivo del presente elaborato abbiamo definito la *corporate governance* come: *l'insieme dei rapporti che l'impresa instaura con una vasta gamma di attori, tra i quali il consiglio di amministrazione, gli auditors, i consulenti legali, i financial advisors, i regulators, gli standard setters, gli shareholders e gli stakeholders*. Abbiamo dunque abbracciato una definizione ampia del termine, consci di come un efficace governo societario non possa essere raggiunto soltanto attraverso il rispetto di leggi e regolamenti, ma piuttosto mediante il rispetto di principi morali, etici e di condotta professionale. Tanto più è ampia la platea dei portatori di interesse nei confronti dell'impresa, tanto più sono disparate le aspettative nutrite nei confronti di essa. Tuttavia, affinché questi possano trovare un qualche tipo di soddisfazione, l'organizzazione deve rispettare contemporaneamente due condizioni: l'economicità operativa-gestionale e la capacità di creare valore. Ed è proprio nelle modalità attraverso le quali viene distribuito tale valore che si manifestano le contrapposizioni di interesse tra gli *stakeholder*. La razionalità tipica del concetto di economicità non si limita alla sola fase di creazione del valore ma si estende anche al processo distributivo: un'errata o mal ponderata distribuzione può compromettere l'integrità organizzativa. La durevole capacità dell'impresa di creare valore è la condizione necessaria per l'esistenza di qualsiasi impresa. Connaturato all'attività d'impresa vi è il rischio, ovvero quel fattore in grado di interporre tra le ottime potenzialità del *business* e gli obiettivi ad esso associati, a prescindere dalle considerazioni di ordine distributivo. Da questa constatazione discende la necessità di approfondirne l'analisi, considerando:

- la definizione di rischio, in termini di carattere e fattori di origine;
- l'identificazione dei soggetti e dei processi atti a gestire e mitigare il rischio all'interno dell'organizzazione, senza tralasciare come anch'essi siano contemporaneamente presidio di controllo ma anche portatori di potenziali rischi;

- gli effetti associati ad una scorretta e malsana gestione del rischio<sup>157</sup>.

In letteratura e nel linguaggio corrente non vi è unanimità sul significato da attribuire al termine rischio. Allo stato attuale delle cose coesistono infatti diverse definizioni, ognuna delle quali risponde alle necessità dettate dallo specifico problema che lo studioso si trova ad affrontare. Nonostante esse siano numerose, possono essere comunque ricondotte a quattro differenti approcci:

- **tradizionale-assicurativo:** il rischio è inteso come una minaccia, ovvero come “*la possibilità che si verifichino degli effetti avversi a seguito di eventi naturali ed azioni umane*”;
- **statistico-finanziario:** il rischio è inteso come “*l’aleatorietà stocastica*” ovvero come il plausibile scostamento di una variabile aleatoria rispetto alle aspettative;
- **manageriale:** i rischi sono “*eventi futuri ed incerti che possono influenzare la capacità dell’impresa di raggiungere i propri obiettivi strategici, operativi e finanziari*”;
- **matematico:** coincide sostanzialmente con la definizione statistica, ovvero il rischio è “*un insieme di realizzazioni quantitative alle quali sono associate probabilità di realizzazione*”<sup>158</sup>.

Focalizzandoci sulla definizione di nostro interesse, ovvero quella di tipo manageriale, per l’impresa, la capacità di raggiungere gli obiettivi è strettamente connessa all’attuazione di processi gestionali finalizzati a evitare, trasferire, mitigare o accettare il rischio. Questi necessitano di una continua attività di affinamento e monitoraggio per poter essere adattati ai nuovi scenari imposti dal veloce cambiamento tipico del nostro tempo. Per gli economisti discorrere di rischio si traduce, in primo luogo, in un’immediata ed inscindibile connessione con il rendimento. In questi termini l’obiettivo dell’impresa diventa quello di massimizzare il rendimento offerto agli azionisti in relazione al proprio profilo di rischio, *condicio sine qua non* per poter essere apprezzati sul mercato dei capitali ed attrarre risorse. Non da meno può essere ignorata la relazione che sussiste tra il rischio dell’emittente ed il costo del debito, anch’essa di tipo direttamente proporzionale: un incremento del rischio si traduce in un incremento del costo dell’indebitamento, il quale si manifesta sotto forma di incremento dei tassi di interesse o in maggiori garanzie richieste dai finanziatori<sup>159</sup>.

<sup>157</sup> cfr. Di Cagno P., *Il sistema aziendale tra rischio di impresa e rischio economico generale*, Cacucci Editore, 2002, p 21-22.

<sup>158</sup> cfr. Floreani A., *Enterprise Risk Management: I rischi aziendali e il processo di risk management*, EDUCatt, p 43-44.

<sup>159</sup> cfr. D’Onza G., *Il sistema di controllo interno nella prospettiva del risk management*, Giuffrè Editore, 2008 p 108.

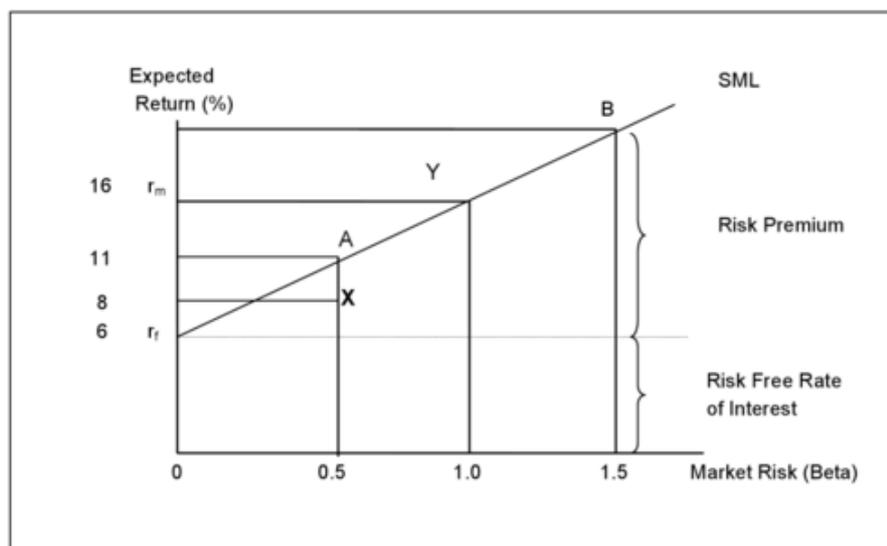


Figura 1: La relazione proporzionale tra il rischio e il rendimento sintetizzata dal CAPM, Fonte: *The Capital Asset Pricing Model*, Robert Allan Hill, Ventus Publishing, 2010.

Il rischio aziendale ha anche una relazione di tipo inverso con il valore del capitale economico: l'aumento del rischio si traduce, *ceteris paribus*, nella riduzione del valore del capitale economico, a causa dell'aumento del tasso utilizzato per scontare i flussi di cassi attesi. L'impatto negativo sulla creazione di valore dettato da un incremento del rischio è rinvenibile anche negli indicatori fondati sulla logica del reddito residuale come l'*Economic Value Added (EVA)*. Secondo la proposta di Stern Stewart and Co., l'EVA si determina per differenza tra il NOPAT (*net operating profit after-tax*) e il costo del capitale proprio e di debito. Logica deduzione associata all'incremento della rischiosità dell'impresa è che l'aumento del costo del capitale investito riduce il valore dell'EVA, ovviamente a parità di altre condizioni<sup>160</sup>. La relazione che lega il rischio ed il rendimento ha certamente contribuito a relegare la comprensione del rischio alla sola gestione finanziaria dell'impresa. Ciò è avvenuto sino al momento in cui è maturata la consapevolezza di come ad esso non siano associate esclusivamente minacce in grado di generare perdite patrimoniali, ma anche opportunità di creare valore. Diretta conseguenza è stata l'affermazione di un nuovo paradigma, la cui manifestazione più palese è l'implementazione di sistemi di gestione del rischio integrati nell'assetto organizzativo aziendale, in grado di garantire un approccio proattivo ed olistico alla gestione del rischio. Nel rinnovato contesto operativo ma soprattutto strategico, la *governance* dell'impresa fa forte affidamento sulla componente dedicata al controllo, intesa come l'insieme di strumenti in grado di identificare, analizzare e gestire i rischi aziendali sulla base di determinati processi e procedure progettate *ex ante*, ma non per questo prive della flessibilità necessaria a rispondere al cambiamento, al punto tale da farci parlare di un

<sup>160</sup> cfr. D'Onza G., *Il sistema di controllo interno nella prospettiva del risk management*, Giuffrè Editore, 2008, p. 109.

processo *on going*, continuo<sup>161</sup>. Questa necessità è particolarmente avvertita in quelle imprese caratterizzate da un'elevata complessità strutturale e funzionale come le società quotate: il decentramento decisionale ed operativo tipico delle realtà di grandi dimensioni rende necessaria l'implementazione di una serie di strumenti che permettano all'impresa di monitorare il rispetto delle regole e delle procedure, di presidiare correttamente i rischi<sup>162</sup>, di assicurarsi la ragionevole certezza di poter raggiungere i propri obiettivi agendo in maniera coordinata e nel rispetto delle legittime aspettative degli *stakeholder*. Tralasciando i rischi legati ad una natura alle volte percepita come ostile, l'uomo stesso ha contribuito all'introduzione di nuovi rischi. Un forte impulso alla creazione di rischi sempre più complessi e diversificati è arrivato dalle rivoluzioni industriali e dalla globalizzazione: il processo di industrializzazione sebbene abbia portato con se modernità, prosperità ed un benessere diffuso, è innegabile che sia la causa di nuove fonti di rischio, come ad esempio l'inquinamento ambientale. Esprimendoci in altri termini, la nostra società è attualmente esposta a rischi che essa stessa contribuisce a creare. Giddens li chiama *manufactured risks* per evidenziare come siano connessi alle attività e alle scelte umane. Beck parla invece di *Risk Society*, riferendosi ad una società che corre rischi non più su scala locale, ma con ripercussioni globali<sup>163</sup>. Le imprese si trovano oggi a dover affrontare mercati sempre più complessi e fortemente competitivi in cui una serie di fattori come l'innovazione tecnologica, il declino delle economie occidentali, ma anche il comportamento dei consumatori, non fanno altro che aumentare il grado di incertezza del contesto operativo. Le conseguenze più immediate di questi fattori sono la contrazione del ciclo di vita dei prodotti e la diminuzione dei margini, soprattutto sui prodotti indifferenziati, per i quali il consumatore non percepisce alcun valore aggiunto. Un errore in questo contesto può mettere a repentaglio la sopravvivenza dell'organizzazione. Volendo tradurre in maniera sintetica quanto descritto in termini competitivi, i fattori in grado di separare l'impresa dal raggiungimento dei suoi *target*, oltre ad essere numerosi e di diversa natura, sono dovuti principalmente a:

- **condizioni generali dell'ambiente socio-economico;**
- **condizioni settoriali;**
- **condizioni specifiche dell'azienda.**

---

161 cfr. AA.VV., *Il risk management. Teoria e pratica nel rispetto della normativa*, Franco Angeli editore, 2012, p. 37.

162 cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, p. 238.

163 cfr. Da Ronch B., *Strategie e approcci per la gestione del rischio industriale*, Franco Angeli Editore, 2010, p. 7.

L'intensità dei singoli fattori di rischio varia di impresa in impresa ed ovviamente il rischio ha una connotazione dinamica tale per cui il danno e la probabilità associati all'evento negativo variano nel corso del tempo. Alcuni eventi negativi possono essere previsti, valutati e quantificati in termini di impatto, altri invece hanno natura imprevedibile: la rarità del fenomeno ne rende quasi impossibile la computazione in termini di probabilità. Sulla base di queste considerazioni, l'approccio probabilistico al rischio ne suggerisce la classificazione in tre tipologie:

- **rischi statici:** sono correlati a eventi ipotizzabili e quantificabili in termini di attendibilità, sono tipici della gestione aziendale e del contesto socio-economico di riferimento;
- **rischi quasi-dinamici:** sono legati a scenari la cui manifestazione e le cui conseguenze sono di difficile quantificazione;
- **rischi dinamici:** si tratta di fenomeni rari, impossibili da prevedere<sup>164</sup>.

Questa non è l'unica classificazione esistente dei rischi. I numerosi studi che hanno affrontato la tematica del rischio aziendale, oltre ad aver individuato una specifica definizione di rischio, hanno proposto diverse impostazioni ognuna delle quali confacente alle specifiche necessità dettate dalla ricerca. Di seguito vengono illustrate alcune ulteriori classificazioni offerte dalla dottrina:

- **rischi puri:** ovvero eventi negativi in grado di generare una perdita, sono tipici di qualsiasi attività di impresa;
- **rischi speculativi:** è il caso in cui gli eventi futuri possono dare origine a condizioni favorevoli o sfavorevoli, si riscontrano tipicamente nelle operazioni finanziarie.

In relazione al tipo di perdita potenziale che l'impresa può subire a causa del manifestarsi dell'evento negativo, è possibile distinguere tra:

- **rischi di proprietà,** si manifestano attraverso la distruzione o diminuzione del patrimonio sociale;
- **rischi di responsabilità,** si manifestano quando all'evento dannoso la legge attribuisce all'impresa precise responsabilità civili e/o penali<sup>165</sup>.

---

<sup>164</sup> cfr. Salomone S., in *Governo sistemico dei rischi nella gestione d'impresa*, EGEA SpA, pp. 32-34.

<sup>165</sup> cfr. Riviezzo C., *L'impresa in tempo di crisi. Riorganizzazione e strumenti di soluzione dell'insolvenza. Rapporti di lavoro, con banche e fisco*, Giuffrè Editore, 2010, p. 12.

La presentazione delle diverse classificazioni offerte dalla dottrina ci permette a questo punto di identificare le diverse tipologie di rischio a cui l'impresa è esposta:

- rischi strategici;
- rischi operativi;
- rischi finanziari;
- rischi di *compliance*;
- rischi d'immagine;
- rischi emergenti;
- rischi di gestione delle informazioni.

Ogni categoria di rischio sopraesposta presenta tratti propri delle diverse classificazioni precedentemente illustrate. La moderna visione omnicomprensiva dei rischi che gravitano attorno all'orbita aziendale è sintomatica di un nuovo paradigma della gestione del rischio, ma affinché venisse universalmente accettato c'è voluto tempo, numerosi filoni di studi ed il fallimento di importanti imprese.

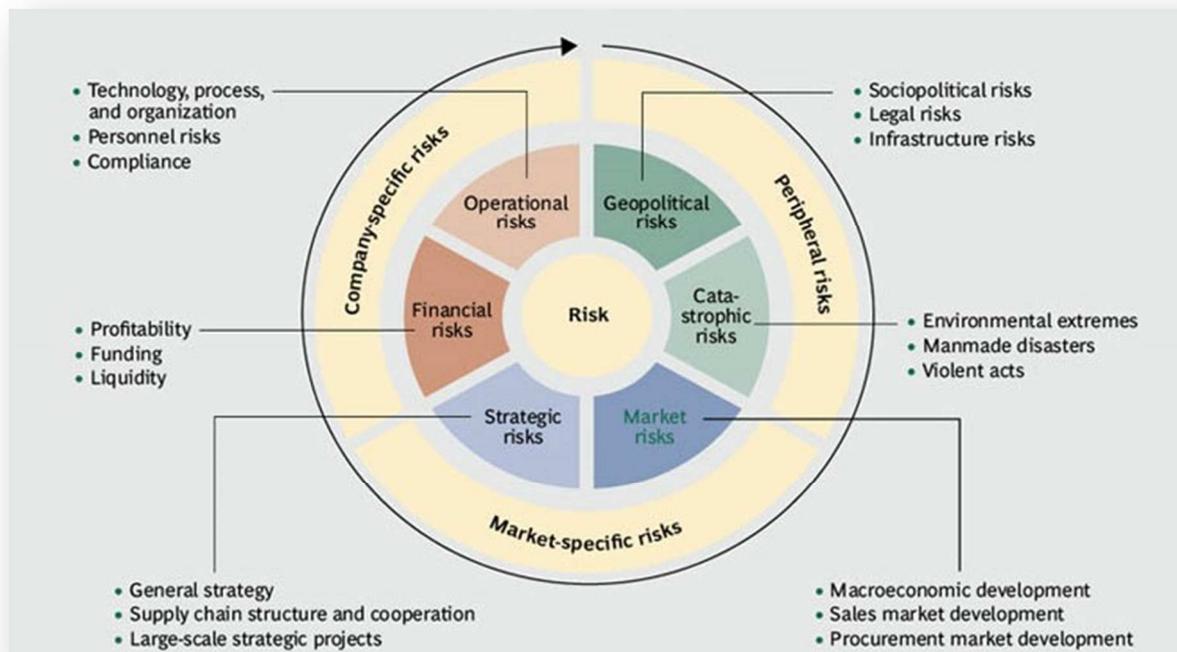


Figura 2: Classificazione dei rischi aziendali. Fonte: *The art of risk management*, di The Boston Consulting Group, documento disponibile al link: [https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial\\_management\\_art\\_of\\_risk\\_management/?chapter=2#div\\_exhibit\\_2](https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial_management_art_of_risk_management/?chapter=2#div_exhibit_2).

## 3.2. Dal rischio finanziario all'*Enterprise Risk Management*

### 3.2.1. L'evoluzione del concetto di rischio

*Le mie merci non sono stivate tutte in una sola nave, né avviate tutte in un sol porto, né ho affidato tutto il mio patrimonio alle sorti dell'anno in corso*<sup>166</sup>.

Il concetto di rischio comincia ad assumere rilevanza in epoca rinascimentale, quando i cambiamenti provocati dagli sviluppi economici del tempo spinsero gli individui a ricredersi nei confronti di un destino già scritto. Verso la metà del 1600 i matematici francesi Pascal e De Fernet studiando le dinamiche dei giochi di fortuna furono i primi a formulare una base matematica della teoria della probabilità, presupposto per il futuro sviluppo degli strumenti di misura del rischio<sup>167</sup>. In campo economico infatti, la ricerca sulle tematiche della gestione del rischio si è appropriata degli strumenti tradizionali della statistica come il calcolo della probabilità e della percentuale di rischio. Essa deve molto al geniale lavoro di Frank Knight che nel 1921 pubblicò la sua opera più importante, ovvero "*Risk, Uncertainty and Profit*". Il testo divenne il punto di riferimento per gli sviluppi futuri delle ricerche incentrate sulle tematiche del rischio ma anche per quanto riguarda i modelli fruibili per una corretta gestione<sup>168</sup>. Il contributo di Knight ha avuto il merito di realizzare in maniera mirabile una connessione tra le teorie microeconomiche e macroeconomiche. Esso fu il primo a distinguere tra rischio e incertezza, dando luogo ad una sorta di dogma in campo economico<sup>169</sup>. In ambito aziendale l'approccio nei confronti del rischio è stato per molto tempo limitato, relegato ad alcuni ambiti ben precisi in cui era percepito unicamente come minaccia, in particolar modo alla salute finanziaria dell'impresa. Gli interventi di difesa e prevenzione finalizzati a fronteggiare gli eventi negativi erano del tutto isolati e mancavano di una visione globale nella loro implementazione. Il concetto di *risk management* era prettamente di natura operativa, totalmente scollegato dall'attività di pianificazione strategica. In questa visione restrittiva del governo del rischio il *risk management* ben poteva essere classificato come una distinta attività aziendale e non come un approccio che coinvolge l'intera organizzazione a tutti i livelli. Si trattava in particolare della "*funzione aziendale con il compito di identificare, valutare, gestire e sottoporre a controllo economico i rischi puri dell'azienda, cioè gli eventi che possono rappresentare una minaccia per il patrimonio fisico ed umano dell'azienda*

---

<sup>166</sup> cfr. Shakespeare W., *Il mercante di Venezia*, 1598.

<sup>167</sup> cfr. AA.VV., *Il risk management. Teoria e pratica nel rispetto della normativa*, Franco Angeli editore, p. 38.

<sup>168</sup> cfr. Selleri L., *Viaggio nel mondo del rischio*, Youcanprint, 2015.

<sup>169</sup> cfr. Luhmann N., *Sociologia del rischio*, Pearson Italia, 1996, p. 9.

*stessa e/o per le sue capacità di reddito*"<sup>170</sup>. La nascita del *risk management* è avvenuta negli USA attorno ai primi anni cinquanta del secolo scorso. La gran parte delle attività hanno mosso i primi passi nella gestione dei rapporti assicurativi. Questa fase iniziale del *risk management* si caratterizza anche per l'affermazione sotto il profilo istituzionale, con la nascita delle prime associazioni professionali. E' nel 1956 che Gallagher attribuisce al *risk management* la sua più autentica accezione, sostenendo l'importanza dell'istituzione di una funzione aziendale dedicata esclusivamente a tale attività. La scuola americana che si delinea in quegli anni vede nel *risk management* un insieme di soluzioni a supporto dell'impresa, le quali andavano poco oltre il mero rimedio assicurativo. L'interesse nei confronti della gestione dei rischi comincia successivamente a spostarsi verso strumenti di gestione alternativi come la ritenzione e la prevenzione del rischio, i quali permettono di scongiurare l'evento dannoso o quanto meno di mitigarne gli effetti negativi. Negli anni sessanta le tematiche del *risk management* approdano anche nel vecchio Continente ma bisogna attendere gli anni settanta ed ottanta affinché si passi dall'*insurance management* ad un *risk management* vero e proprio. A conferma di questo salto in avanti vi è il cambiamento del nome dell'associazione professionale degli *insurance manager* americani in *Risk and Insurance Management Society*. Essi individuano il *risk management* come "l'insieme delle azioni poste in essere dalle imprese nel tentativo di alterare il livello di rischio delle loro principali linee di business". Il graduale processo evolutivo ha portato al consolidamento di una prassi che prevedeva una fase di identificazione ed una di valutazione dei rischi. E' in questo periodo che prendono corpo le attività di *risk analysis*, *loss control* e *loss financing* anche grazie al momento di crisi del mercato assicurativo. Tuttavia l'ambito di applicazione degli strumenti del *risk management* era limitato esclusivamente alla gestione finanziaria dell'impresa, in particolare: alle politiche di investimento, di gestione della liquidità e nel controllo del rischio di credito. Nei confronti della capacità di creare valore da parte delle misure di *risk management* vi era una certa diffidenza, anche questo ha contribuito a delimitarne il perimetro di applicazione. I costi necessari alla loro implementazione ed i benefici stimati venivano infatti analizzati e confrontati per mezzo degli strumenti offerti dalla finanza aziendale teorica come il *Capital Asset Pricing Model* e l'*Arbitrage Pricing Theory*. L'obiettivo era quello di comprendere se ed in quale misura il *risk management* contribuisse alla generazione di ricchezza. Il dibattito sulla gestione del rischio nelle imprese ha trovato terreno fertile proprio nell'ambito dei filoni di studio della finanza teorica, in particolare nella branca dedicata alle scelte di finanziamento: Modigliani e Miller attraverso il loro teorema e le loro proposizioni, hanno avuto il merito di formalizzare il contributo del *risk management* in ipotesi di mercati finanziari

---

<sup>170</sup> cfr. Forestieri G., *Risk management, strumenti per la gestione dei rischi puri dell'impresa*, 1996, Egea SpA, p. 4.

perfetti. I successivi studi e modelli, con l'obiettivo di smentire i risultati a cui giunsero i due studiosi, hanno definitivamente riconosciuto l'importanza del *risk management* nella gestione finanziaria dell'impresa in condizioni di reale funzionamento, ovvero contestualizzando le scelte manageriali in mercati finanziari imperfetti: si vedano in tal senso i contributi offerti dalla *value maximizing theory of risk management* ma anche dalla *managerial theory of risk management*. Nei primi anni novanta il *risk management* è focalizzato sulla gestione della volatilità del business e dei risultati finanziari, con l'obiettivo di stabilizzare il *cash flow* dell'impresa, mentre alla fine del decennio la prospettiva si sposta in chiave di ottimizzazione delle performance aziendali, comportando anche una razionalizzazione delle strategie. A testimonianza dell'aumento di sensibilità nei confronti delle tematiche legate al rischio e della centralità nella *governance* aziendale, negli anni Novanta iniziano a susseguirsi numerosi interventi normativi, per lo più di carattere autoregolamentare. A tal proposito si segnala il COSO report del 1992, emanato dalla *Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission*. Si tratta di uno standard di generale accettazione finalizzato all'identificazione e alla classificazione dei rischi. *The Combined Code of Corporate Governance* emanato nel 1999 in UK, è il primo compendio organico di regole di *corporate governance*. Questo considera la gestione del rischio una componente centrale del sistema di gestione aziendale. Sempre in UK, il *Turnbull Report* ribadisce la correlazione tra gestione sistemica dei rischi e la creazione di valore. Sempre nello stesso periodo in Italia fece la propria comparsa il Codice di Autodisciplina delle società quotate, il quale attribuisce esplicitamente agli organi di governo il compito di individuare e gestire i rischi aziendali. Negli USA nel 2002 è stato emanato il SOX, secondo il quale la gestione del rischio è lo strumento cardine per poter assicurare un corretto processo di *reporting* aziendale<sup>171</sup>. Nel 2004 è stata la volta dei principi di governo societario emanati dall'OECD: recentemente sostituiti dai G20/OECD *Principles of Corporate Governance*, annoverano tra le *key functions* del *board* la supervisione del processo di gestione del rischio aziendale e l'implementazione di un adeguato Sistema di Controllo Interno. Anche la normativa primaria ha recepito la rilevanza del governo del rischio per il successo dell'attività imprenditoriale: come sottolineato nei capitoli precedenti, ad ogni attore istituzionale del sistema dei controlli vengono attribuite specifiche responsabilità relative ai rischi aziendali, siano esse di supervisione, identificazione o di vigilanza. Da questa breve disamina sull'evoluzione del concetto di rischio emergono alcune considerazioni: in primo luogo per lungo tempo il rischio è stato gestito unicamente dalla funzione aziendale considerata più esposta e vulnerabile, mancando inoltre un interessamento verso la tematica da parte del *board*<sup>172</sup>.

171 cfr. AA.VV., *Il risk management. Teoria e pratica nel rispetto della normativa*, Franco Angeli editore, p. 40.

172 cfr. Salomone S., *Governo sistemico dei rischi nella gestione d'impresa*, EGEA SpA, pp. 7-11.

In secondo luogo soltanto negli ultimi anni la crescente complessità del contesto socio-economico e la forte attenzione rivolta da istituzioni e organismi internazionali ai sistemi di governo aziendale hanno imposto un forte ripensamento delle logiche di *risk management*<sup>173</sup>.

### 3.2.2. L'evoluzione dei modelli istituzionali di gestione del rischio

Come pocanzi descritto in termini di approccio al rischio, sebbene esso rappresenti un fattore imprescindibile nelle attività imprenditoriali, è soltanto a partire dagli anni Novanta che ne è emersa una concezione più manageriale. La diffusione di nuove pratiche è avvenuta attraverso pressioni normative e sociali, le quali hanno assunto un ruolo determinante nell'influenzare sia la natura che il significato del governo del rischio. Nella prassi operativa le imprese hanno sperimentato diversi modelli di gestione del rischio, ognuno dei quali composto da una serie di strumenti, processi e ruoli organizzativi. L'evoluzione in termini di approccio al rischio aziendale è sintetizzabile in quattro modelli, quattro diversi approcci al *risk management* che si sono susseguiti nel tempo. Il primo modello è legato ad una logica tradizionale di analisi e gestione del rischio che è stata definita “*silo by silo*”. Tale termine ne sottolinea la gestione compartimentalizzata. Il rischio era strettamente correlato alla probabilità di accadimento di determinati eventi in grado di influenzare negativamente l'andamento aziendale e l'orientamento culturale esaltava l'importanza di quantificare gli effetti negativi, per poter raggiungere l'oggettività dei processi decisionali. Questo tipo di approccio enfatizza la generale tendenza a identificare i principi di *risk management* con i modelli economici per l'analisi e la quantificazione dei rischi. Ciò ha privato la gestione del coordinamento, della supervisione e del linguaggio comune necessari a governare il rischio con una visione olistica. I limiti di una tale impostazione sono del tutto evidenti nell'attuale scenario, dove l'incertezza del contesto economico e dei mercati finanziari ha modificato radicalmente l'ambiente competitivo dell'impresa. Il secondo modello si è sviluppato a partire dalla seconda metà degli anni novanta ed è definito *enterprise-wide*. In questo periodo la gestione del rischio assume un ruolo sempre più importante all'interno del quadro dei sistemi di controllo interno. Ciò si evince dall'incremento degli obblighi normativi ma anche dalle *best practices* internazionali in tema di *corporate governance*, le quali hanno messo in risalto l'importanza della gestione del rischio come presidio di tutela degli *stakeholders*. Il rischio non è più considerato come una fonte esclusiva di minacce per l'impresa ma anche come opportunità di conseguire un vantaggio competitivo. Esso assume rilevanza anche nel processo di pianificazione strategica.

---

<sup>173</sup> cfr. AA.VV., *Il governo dei rischi aziendali tra esigenze di mercato e fattori istituzionali. Nuove prospettive per il board*, Franco Angeli Editore, 2014, p. 28.

E' in questo rinnovato contesto che sono nati i sistemi di gestione olistica del rischio in grado di coinvolgere l'intera organizzazione, di cui l'*Enterprise Risk Management* rappresenta il punto di riferimento. Il terzo modello si è sviluppato a partire dalla crisi finanziaria del 2008, in risposta alle critiche mosse nei confronti dell'incapacità dei modelli di *ERM* di considerare i rischi sistemici ed il network di riferimento dell'impresa. Il focus si sposta verso il rischio sistemico e verso l'interdipendenza tra l'impresa ed il suo *network* di riferimento. Dal punto di vista operativo, il modello ha trovato riscontro nei sistemi di *Business Continuity Management*, i quali, se adeguatamente implementati, possono offrire un valido contributo al governo del rischio. Il *BCM* si identifica in un processo che comprende lo sviluppo di strategie, piani e azioni in grado di garantire la continuità operativa anche in caso di eventi in grado di danneggiare seriamente l'intera organizzazione, come ad esempio le calamità naturali. Il quarto modello è caratterizzato da una gestione integrata del rischio, in cui il concetto di sostenibilità assume un ruolo di primo piano. La sostenibilità è intesa in termini ambientali e sociali: nonostante l'opinione pubblica ed i consumatori prestino sempre più attenzione verso tali tematiche, fatica fra le imprese ad affermarsi la consapevolezza di come tali sistemi possano essere capaci di generare valore. Le imprese sono chiamate ad agire responsabilmente, rendicontando agli *stakeholder* l'impatto di tutte le proprie attività. La *governance* dei modelli di business sostenibili non è esente da critiche, soprattutto per le difficoltà associate alla rendicontazione di grandezze misurabili esclusivamente in via qualitativa e non quantitativa. In questo contesto la *risk disclosure* riguarda gli aspetti operativi, ambientali, sociali ed economico-finanziari, permettendo di valutare l'impatto delle decisioni a tutti i livelli. Una simile prospettiva è stata abbracciata dall'*International Integrated Reporting Council* il quale ha elaborato l'*IR framework*. Esso si propone non solo come strumento a supporto della comunicazione con l'esterno ma anche come potenziale strumento di gestione manageriale del rischio<sup>174</sup>.

---

174 cfr. AA.VV., *Il governo dei rischi aziendali tra esigenze di mercato e fattori istituzionali. Nuove prospettive per il board*, Franco Angeli Editore, 2014, pp. 30-37.

### 3.2.3. L'Enterprise Risk Management: tratti generali

La combinazione di una elevata volatilità finanziaria, il rapido cambiamento tecnologico e l'impatto delle forze della globalizzazione hanno prodotto un forte cambiamento ed incrementato i rischi. In questo scenario il *risk management* vede enfatizzare il proprio ruolo e diventare un elemento critico di successo per ridurre le incertezze e generare valore aggiunto per l'impresa. La tecnica dell'*Enterprise Risk Management* adotta una prospettiva più ampia rispetto al passato, che integra e coordina la gestione del rischio in tutta l'impresa. Questa tecnica è basata su una struttura gestionale che permette di trattare in modo efficace i rischi e le opportunità associate all'incertezza, con l'obiettivo finale di aumentare e proteggere il valore dell'impresa<sup>175</sup>. L'*ERM* ridefinisce la proposizione di valore del *risk management* elevando il *focus* dalla tattica alla strategia. Tanto più è elevato il *gap* tra lo status attuale dell'impresa e quello desiderabile in termini di capacità di gestire il rischio, tanto più è forte l'esigenza di implementare una valida infrastruttura di *Enterprise Risk Management* che permetta lo sviluppo di competenze mirate e specifiche<sup>176</sup>. Ogni organizzazione deve assicurarsi che l'attività di *ERM* non si traduca in un esercizio di *compliance*, ma che diventi parte integrante del sistema di gestione ed una componente essenziale del processo decisionale. Partendo da questa considerazione, l'azienda può contare su uno strumento proattivo che le permette di aumentare le probabilità di raggiungere i propri obiettivi<sup>177</sup>. L'*Enterprise Risk Management* è stato definito dalla *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* come: "... un processo, posto in essere dal Consiglio di Amministrazione, dal management e da altri operatori della struttura aziendale; utilizzato per la formulazione delle strategie in tutta l'organizzazione; progettato per individuare eventi potenziali che possono influire sull'attività aziendale, per gestire il rischio entro i limiti del rischio accettabile e per fornire una ragionevole sicurezza sul conseguimento degli obiettivi aziendali". La definizione è intenzionalmente estensiva e racchiude i concetti chiave, fondamentali per suggerire alle aziende il modo in cui gestire il rischio.

---

<sup>175</sup> cfr. Walker Paul L., Shenkire William G. e Barton Thomas L., *ERM in Practice*, Internal Auditor, 2003, pp. 51-55.

<sup>176</sup> cfr. *Guide to Enterprise Risk Management*, a cura di Protiviti.

<sup>177</sup> cfr. *Il modello ERM come strumento trasversale per la gestione dei rischi e le sue implicazioni operative e gestionali*, a cura di Associazione Nazionale dei *risk manager* e responsabili assicurazioni aziendali.

Dalla sua analisi emergono i tratti salienti dell'*Enterprise Risk Management*, sintomatici del nuovo paradigma del governo del rischio. In particolare, l'*ERM* è:

- un processo *on going* svolto senza soluzione di continuità;
- un processo che interessa tutto il personale;
- utilizzato in tutta l'organizzazione, ad ogni livello ed unità della struttura;
- utilizzato anche per formulare strategie;
- progettato per identificare eventi potenziali e per gestire il rischio entro limiti accettabili;
- in grado di fornire una ragionevole certezza circa la capacità dell'impresa di raggiungere i propri obiettivi.

I criteri basilari dell'*ERM* sono applicabili in tutte le organizzazioni, a prescindere dalla loro natura. La tecnica di governo del rischio è focalizzata direttamente sul raggiungimento degli obiettivi organizzativi che rientrano in diverse categorie e fornisce anche dei criteri per valutare l'efficacia del processo. L'*Enterprise Risk Management* ha indubbi vantaggi che spingono le organizzazioni ad implementarlo:

- allinea la strategia al rischio accettabile: il management stabilisce il livello di rischio accettabile per l'emittente per valutare le alternative strategiche, fissare i corrispondenti obiettivi e sviluppare i meccanismi per gestire i rischi associati;
- migliora la risposta al rischio: fornisce una metodologia rigorosa per identificare e selezionare tra le alternative a disposizione per la gestione del rischio, evitare, ridurre, condividere o accettare il rischio;
- riduce gli imprevisti e le relative perdite: aumentando la propria capacità di identificare gli eventi potenziali, di valutare i relativi rischi e di formulare risposte adeguate, l'impresa riduce la frequenza degli imprevisti come pure i costi e le perdite conseguenti;
- permette di identificare e gestire i rischi correlati e multipli: l'impresa affronta una moltitudine di rischi che interessano diverse aree organizzative e l'*ERM* facilita la formulazione di un'efficace risposta ai rischi con impatti diversi e risposte univoche a rischi multipli;
- identifica le opportunità: analizzando tutti gli eventi potenziali, il management è in grado di identificare e cogliere proattivamente le opportunità emergenti<sup>178</sup>.

---

<sup>178</sup> cfr. Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission, (COSO), *Enterprise Risk Management Integrated Framework*, 2004, edizione italiana a cura di AIIA e PriceWaterhouseCoopers, *La gestione del rischio aziendale*, Il Sole 24 Ore SpA, 2006.

| <b>Traditional Risk Management</b> | <b>ERM</b>                                  |
|------------------------------------|---|
| Risk as individual hazards         | Risk viewed in context of business strategy |
| Risk identification & assessment   | Risk portfolio development                  |
| Focus on discrete risks            | Focus on critical risks                     |
| Risk mitigation                    | Risk optimization                           |
| Risk limits                        | Risk strategy                               |
| Risks with no owners               | Defined risk responsibilities               |
| Haphazard risk quantification      | Monitoring & measurement of risks           |
| "Risk is not my responsibility"    | "Risk is everyone's responsibility"         |

Figura 3: Tabella comparativa delle principali differenze tra l'approccio tradizionale al *risk management* e l'*Enterprise Risk Management*. Fonte: Olson L.D. – Wu D.D., *Enterprise Risk Management*, World Scientific, 2008.

### 3.3. Il COSO ERM framework

Il COSO ERM *framework* è il punto di riferimento a livello internazionale per il governo sistemico del rischio d'impresa. Le sue origini risalgono al 1985, anno in cui venne istituita la *National Commission on Fraudulent Financial Reporting* -successivamente rinominata *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*- con l'obiettivo di comprendere le cause dei numerosi scandali finanziari manifestatisi agli inizi degli anni '80 negli USA. La commissione incaricò uno studio per migliorare il sistema di controllo interno alla Coopers & Lybrand (successivamente divenuta PWC) sulla base del quale nel 1992 venne pubblicato il documento denominato "*COSO Report on Internal Control Integrated Framework*". Il COSO ERM *framework* è stato emanato nel Settembre del 2004 ma non sostituisce come erroneamente ritenuto da alcuni il *COSO Report on Internal Control*, piuttosto lo incorpora al proprio interno, riprendendone ed ampliandone gli aspetti essenziali: gli obiettivi, le fasi e la scalabilità del processo all'intera organizzazione. Ciò ha determinato una similitudine tra i due strumenti che vengono entrambi raffigurati come un cubo a tre facce, ma il COSO ERM non può essere considerato come un *up-grade* o una rivisitazione del *COSO Report on Internal Control*, esso è qualcosa di più<sup>179</sup>.

<sup>179</sup> cfr. Moller R., *IT Audit, Control, and Security*, John Wiley and Sons, 2010.

E' importante per l'organizzazione comprendere che l'ERM non è una revisione del COSO Report: essa utilizzerà l'ERM per identificare e gestire i rischi che la circondano e la minacciano, mentre farà ricorso al COSO Report per comprendere e gestire i controlli interni quale parte integrante dell'operatività aziendale<sup>180</sup>. Nonostante questi standard architetturali siano stati emanati rispettivamente nel 1992 e nel 2004, costituiscono tutt'oggi i riferimenti più significativi in materia di controllo. L'ERM sintetizza il paradigma della gestione olistica del rischio che coinvolge il sistema di controllo interno e tutta l'organizzazione. Il documento pubblicato dalla Commissione è composto da due volumi, di cui il primo è suddiviso a sua volta in due parti: l'*Executive Summary* ed il *Framework*. Il secondo volume *Application Techniques* presenta delle utili applicazioni tecniche. Il *framework* ha il merito di fornire una definizione esaustiva ma al contempo estensiva dell'*Enterprise Risk Management* (a cui si è accennato sopra), fissarne le componenti essenziali, suggerire un linguaggio comune ed infine fornire indicazioni chiare per implementare un architettura di controlli funzionante e funzionale. L'ERM non è un procedimento strettamente sequenziale, nel quale un componente influisce solo sul successivo: si tratta, al contrario, di un processo interattivo e multidirezionale in cui ogni componente può influire o influisce su un altro componente, indipendentemente dalla sequenza del processo. Esiste un rapporto diretto tra obiettivi, ossia ciò che un'azienda si sforza di conseguire, e i componenti dell'ERM, ovvero ciò che occorre per conseguire gli obiettivi.

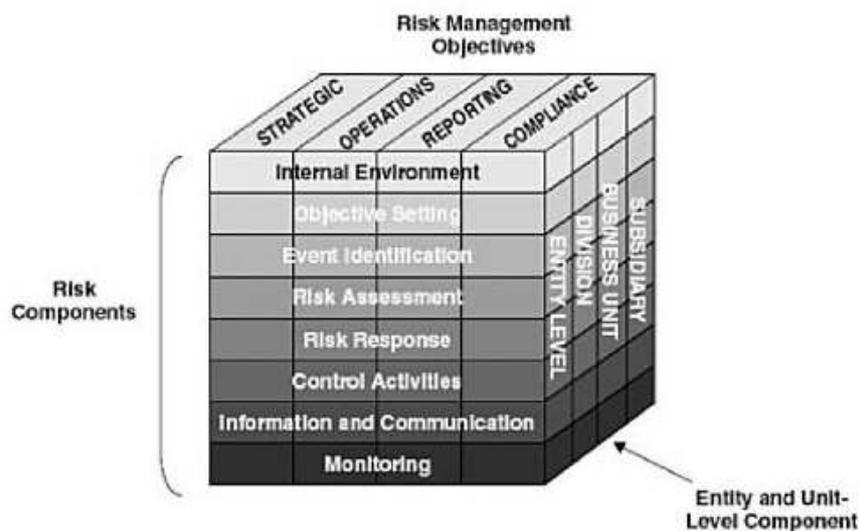


Figura 4: COSO ERM cube. Fonte: Moeller R., *COSO Enterprise Risk Management: Understanding the new Integrated ERM Framework*, 2007, John Wiley and Sons.

<sup>180</sup> cfr. Dittmeier C., *Internal auditing - II edizione: Chiave per la corporate governance*, EGEA SpA, 2011, pp. 147-148.

Questo rapporto è schematizzato in una matrice tridimensionale a forma di cubo. Le quattro categorie di obiettivi – strategici, operativi, di reporting e di conformità – sono rappresentate nelle colonne verticali del cubo, le otto componenti nelle righe orizzontali e le unità operative dell'organizzazione dalla terza dimensione della matrice. Lo schema permette di comprendere la flessibilità del modello: esso può essere applicato sia all'intero processo di gestione del rischio aziendale, sia distintamente alle singole categorie di obiettivi, ai componenti, alle singole unità operative e alle sub unità di queste ultime. La scelta di una simile rappresentazione è finalizzata ad illustrare al meglio i legami tra gli obiettivi e le componenti del processo. La terza dimensione rappresenta le unità dell'organizzazione e simboleggia la scalabilità del modello, ovvero la capacità di potersi adattare sia alle singole *business unit* ma anche all'organizzazione nella sua interezza. Gli obiettivi aziendali che l'*ERM* si propone di raggiungere sono illustrati sul lato superiore del cubo ed appartengono a quattro categorie, ovvero:

- **strategici**: sono di natura generale e definiti ai livelli più elevati della struttura organizzativa, allineati e a supporto della missione aziendale;
- **operativi**: riguardano l'impiego efficace ed efficiente delle risorse aziendali;
- **di reporting**: riguardano l'affidabilità delle informazioni fornite dal reporting;
- **di conformità**: riguardano l'osservanza delle leggi e dei regolamenti in vigore<sup>181</sup>.

Ciò rappresenta un passo in avanti rispetto al COSO *framework on internal control* in quanto quest'ultimo esclude dall'ambito di competenza del sistema di controllo interno gli obiettivi di natura strategica. E' inoltre opportuno precisare che a questi obiettivi alcune imprese sono solite aggiungere anche la salvaguardia del patrimonio aziendale. La distinzione in categorie non preclude la possibilità che vi siano connessioni ed ambiti di sovrapposizione, infatti alcuni obiettivi possono rientrare in più di una categoria. Per quanto concerne le aspettative nei confronti degli obiettivi, poiché l'affidabilità del sistema di *reporting* aziendale e la *compliance* sono sotto la diretta influenza dell'organizzazione, l'*ERM* è in grado di fornire un adeguato livello di certezza circa la capacità di raggiungerli. Per quanto concerne gli obiettivi operativi e strategici, su cui la pressione esercitata dai fattori esterni è maggiore, lo strumento fornisce una ragionevole sicurezza circa la tempestiva informazione del management della misura in cui si stanno realizzando tali *target*.

---

<sup>181</sup> cfr. Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission, (COSO), *Enterprise Risk Management Integrated Framework*, 2004, edizione italiana a cura di AIIA e PriceWaterhouseCoopers, *La gestione del rischio aziendale*, Il Sole 24 Ore SpA, 2006.

### 3.3.1. Le componenti del *framework*

Il lato anteriore del cubo individua le otto fasi in cui si articola il processo di gestione del rischio aziendale. Essi derivano dal modo in cui il management gestisce l'azienda e sono integrati con i processi operativi. Questi componenti sono:

1. **ambiente interno:** è l'elemento di base di ogni sistema di controllo interno. L'enfasi su questa componente deriva dall'influenza pervasiva che l'ambiente di controllo ha sul modo in cui le attività sono strutturate e su come viene valutato il rischio. L'ambiente interno costituisce dunque la base delle altre componenti e come tale influenza la capacità di raggiungere tutti gli obiettivi. Esso riflette la generale attitudine verso il controllo, la consapevolezza da parte del *board*, del *management* e degli altri attori aziendali dell'importanza del rischio per l'organizzazione. Spesso è la storia dell'impresa e la sua cultura a plasmare l'ambiente di controllo. Alcuni fattori sono determinanti per ottenere un buon ambiente di controllo, ad esempio: il rafforzamento ed il consolidamento dell'integrità e dei valori etici, sia all'interno dell'organizzazione che nei rapporti con gli stakeholder; lo sviluppo di competenze dei collaboratori; il modo di affrontare i conflitti d'interesse; il modo di gestire le donazioni e le sponsorizzazioni; le regole di comportamento nei confronti dei clienti e dei fornitori; il *tone at the top* da parte dei vertici organizzativi; lo stile manageriale<sup>182</sup>. L'ambiente interno costituisce dunque l'identità essenziale di un'organizzazione, determina i modi in cui il rischio è considerato e affrontato dalle persone che operano in azienda, come pure la filosofia gestionale, i livelli di *risk tollerance*, l'integrità, i valori etici e l'ambiente di lavoro in generale;
2. **definizione degli obiettivi:** è l'elemento di base per poter correttamente avviare il processo di gestione dei rischi, ovvero le successive tre fasi di identificazione, valutazione e risposta al rischio. Il compito del management è quello di fissare gli obiettivi di business e di governo coerentemente alla *vision* e alla *mission* aziendale. Questo avviene mediante la formulazione di una strategia alla quale è ovviamente associata l'assunzione di rischi: in questa fase sono vagliate le diverse alternative strategiche a disposizione dell'impresa per massimizzare il rapporto rischio/rendimento (all'interno del *risk appetite*). La definizione degli obiettivi non è limitata a quelli di alto livello, ma riguarda a cascata l'intera organizzazione, siano essi di natura strategica, ma anche di *reporting*, *compliance* ed operativi;

---

<sup>182</sup> cfr. Sutter E., *Guida al Sistema di Controllo Interno*, Edizioni Haupt, 2012, p. 17.

3. **identificazione degli eventi:** è la prima fase del processo di gestione del rischio. Si sostanzia nell'individuazione di tutti gli eventi, siano essi esterni od interni, che possono influire sul conseguimento degli obiettivi aziendali. Per eventi non si intendono esclusivamente quelli negativi, ma anche le opportunità. Inoltre gli eventi spesso non si verificano in maniera isolata ma congiunta. E' per questa ragione che il management deve individuare le possibili correlazioni che si possono manifestare tra gli eventi. A tal fine può rilevarsi di estrema utilità la suddivisione degli eventi in diverse categorie omogenee. Le opportunità devono essere valutate riconsiderando la strategia definita in precedenza o il processo di formulazione degli obiettivi in atto;
4. **valutazione del rischio:** il *risk assessment* permette la valutazione dei rischi in relazione alla loro significatività. I rischi vengono valutati sulla base della loro inerenza e residualità. Il rischio inerente viene definito come il rischio connesso ad un'attività a prescindere dal livello di controllo presente nell'organizzazione e si ottiene dalla combinazione tra la probabilità che l'evento si manifesti e la significatività dell'impatto. Il rischio residuo è il rischio che l'organizzazione decide di affrontare consapevolmente e si ottiene combinando il rischio inerente e la valutazione dei presidi di controllo presenti all'interno del sistema di controllo interno. Il processo di valutazione prende in considerazione i diversi scenari a cui si può trovare di fronte l'organizzazione combinando gli eventi futuri in termini di probabilità e il possibile impatto per l'organizzazione attraverso lo strumento della matrice impatto-probabilità. Sulla base di questo processo si determina il profilo di rischio dell'emittente. Per poter costruire la matrice è necessario definire: una scala qualitativa rappresentativa delle probabilità e dell'impatto degli eventi attesi; una scala quantitativa che assegna ad ogni combinazione di impatto e probabilità un giudizio, ovvero un *risk rating*; dei criteri di valutazione dei *risk rating* ovvero l'identificazione dell'atteggiamento da assumere nei confronti delle combinazioni<sup>183</sup>. La probabilità e l'impatto sono stimati su base statistica attraverso basi di dati storici o simulazioni sull'evoluzione del comportamento dell'impresa e del mercato<sup>184</sup>. Il processo di identificazione non è molto differente rispetto a quanto avviene nell'ambito del *COSO Report*. La differenza sostanziale è la pervasività dell'approccio che attraversa l'intera organizzazione e copre tutti i maggiori rischi aziendali, anche quelli strategici;

---

<sup>183</sup> cfr. Floreani A., *Enterprise Risk Management: I rischi aziendali e il processo di risk management*, EDUCatt, 2004, p. 125.

<sup>184</sup> cfr. Giorgino M., *Risk management*, EGEA SpA.

|             | Impatto        |          |          |         |              |
|-------------|----------------|----------|----------|---------|--------------|
| Probabilità | Insignificante | Basso    | Moderato | Elevato | Catastrofico |
| Quasi certo | Alto           | Alto     | Estremo  | Estremo | Estremo      |
| Probabile   | Moderato       | Alto     | Alto     | Estremo | Estremo      |
| Moderata    | Basso          | Moderato | Alto     | Estremo | Estremo      |
| Improbabile | Basso          | Basso    | Moderato | Alto    | Estremo      |
| Rara        | Basso          | Basso    | Moderato | Alto    | Alto         |

Legenda (descrizione qualitativa del significato assunto dalle diverse classi di probabilità e impatto e del risk rating)

|                    |  |
|--------------------|--|
| <b>Probabilità</b> |  |
| Quasi certo        | Avviene nella maggior parte dei casi (probabili maggiore del 50%)  |
| Probabile          | Avviene in una buona parte dei casi (probabilità tra 20% e 50%)  |
| Moderata           | Può accadere in un certo numero di casi (probabilità tra 5% e 20%)   |
| Improbabile        | E' improbabile che accada (probabilità tra 1% e 5%)  |
| Rara               | Accade solo in circostanze eccezionali (probabilità inferiore a 1%)  |
| <b>Impatto</b>     |  |
| Catastrofico       | Effetti economici disastrosi per l'azienda considerata   |
| Elevato            | Effetti economici molto elevati per l'azienda considerata  |
| Moderato           | Effetti economici moderatamente elevati per l'azienda considerata  |
| Basso              | Effetti economici piuttosto bassi per l'azienda considerata  |
| Insignificante     | Effetti economici trascurabili per l'azienda considerata   |
| <b>Risk Rating</b> |  |
| Estremo            | Si richiede un immediato intervento per il trattamento del rischio   |
| Alto               | Si richiede una attenta valutazione del rischio da parte del responsabile di più elevato livello (individuato a seconda delle circostanze) |
| Moderato           | Si richiede di individuare il responsabile per la sua gestione   |
| Basso              | Gestione attraverso procedure di routine   |

Figura 5: La matrice probabilità-impatto ed il risk rating. Fonte: Floreani A., *Enterprise Risk Management: I rischi aziendali e il processo di risk management*, EDUCatt, p. 126, 2004.

5. **risposta al rischio**: a seguito dell'attività di identificazione e valutazione il management sceglie quelle che ritiene siano le più opportune risposte al rischio: **evitare**, consiste nel rimuovere il fattore che fa correre il rischio all'impresa come ad esempio la cessione di un *asset* o l'uscita da un'area geografica; **mitigare**, consiste nell'intraprendere una serie di azioni volte a ridurre gli effetti dell'evento dannoso come ad esempio la diversificazione dei prodotti; **condividere**, attraverso tecniche assicurative o finanziarie ma anche con altre imprese attraverso la realizzazione di *joint venture*; **accettare**, ovvero non prendere nessuna iniziativa. Il management è tenuto ad identificare una strategia di risposta per ogni rischio ritenuto rilevante attraverso il giusto mix di strumenti, sulla base di un'analisi dei costi e dei benefici ma anche tenendo in adeguata considerazione l'attitudine dell'impresa al rischio<sup>185</sup>;

<sup>185</sup> cfr. Moeller R., *IT Audit, Control, and Security*, John Wiley & Sons, 2010.

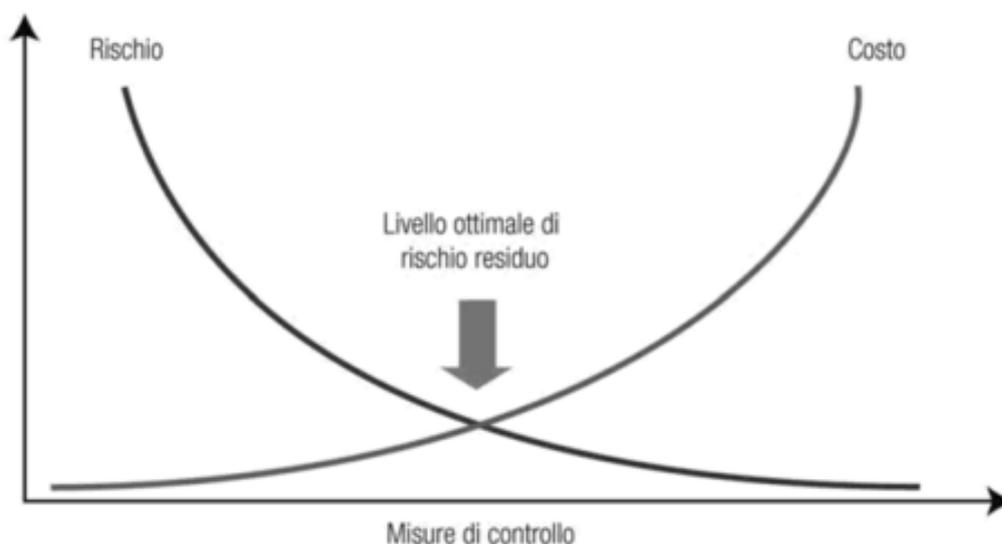


Figura 6: Ottimizzazione del portafoglio dei controlli in funzione dei costi: il livello ottimale di rischio residuo.  
 Fonte: Dittmeier C., *Internal Auditing, Seconda Edizione: Chiave per la corporate Governance*, EGEA SpA, 2011, p. 165.

6. **attività di controllo:** sono le politiche e le procedure necessarie ad assicurare l'attuazione pratica delle risposte ai rischi precedentemente individuate. Alcune di esse possono essere limitate esclusivamente ad un ambito aziendale mentre altre attraversano più funzioni ed unità organizzative. Alcuni esempi di attività di controllo sono: *separation of duties*, coloro i quali svolgono l'attività non coincidono con chi ha il potere di autorizzare; *tracciamento delle attività*, questo permette ex post di risalire lungo l'intero processo che ha portato al risultato finale; *sicurezza ed integrità*, solamente alcuni individui sono autorizzati ad operare modifiche alle procedure;
7. **informazione e comunicazione:** i sistemi informativi aziendali elaborano e processano una grande mole di informazioni. Essi devono garantire che i dati siano correttamente identificati, catturati e comunicati in modalità e tempi tali da consentire ai membri dell'organizzazione di assolvere i propri compiti. Le informazioni fornite per la gestione devono essere rilevanti, di adeguata qualità e devono coprire tutti gli obiettivi che l'ERM si propone di raggiungere. All'interno dell'organizzazione c'è un forte bisogno di comunicazione. La comunicazione dei rischi rilevanti nei confronti dei *process owner* è un importante mezzo per rafforzare l'ambiente di controllo e la consapevolezza del rischio soprattutto ai livelli gerarchici più bassi. Una cattiva gestione dell'informazione e della comunicazione può avere conseguenze negative. In linea generale, si devono attivare comunicazioni efficaci, in modo che queste fluiscano per l'intera struttura organizzativa: verso il basso, verso l'alto e trasversalmente;

8. **monitoraggio:** l'intero processo di *Enterprise Risk Management* deve essere monitorato ed in caso modificato a causa del deterioramento dei controlli o dell'inefficacia dovuta ad errori di progettazione. Il monitoraggio si concretizza in interventi continui integrati nella normale attività operativa aziendale o in valutazioni separate, ovvero nella combinazione di entrambi. La valutazione separata è svolta da parte del comitato per il controllo e rischi e dalla funzione di *internal audit*.

### 3.4. La struttura di governo ed il rischio

La capacità di identificare, valutare e gestire i rischi è da sempre alla base del successo aziendale: il governo del rischio è per definizione un tratto distintivo dell'azione imprenditoriale e una componente irrinunciabile e fondamentale del management<sup>186</sup>. Possiamo dunque affermare che la capacità del *management* di gestire in maniera adeguata le differenti forme di rischio che investono l'attività è la chiave per il successo dell'impresa sul mercato<sup>187</sup>. La sopravvivenza di un'azienda è assicurata dalla sua capacità di creare valore per i suoi *stakeholder*: questo enunciato deve costituire la filosofia di fondo della gestione del rischio aziendale. Tutte le aziende si trovano ad affrontare eventi incerti e la sfida del management è di determinare il *quantum* di incertezza compatibile con la generazione di valore, ovvero il cosiddetto *risk appetite*. L'incertezza può rappresentare sia un rischio che un'opportunità, può quindi ridurre o accrescere il valore dell'impresa. Un approccio integrato al rischio come quello su cui si basa l'*Enterprise Risk Management* permette al *management* di affrontare efficacemente le incertezze, i rischi e le opportunità ad essi connesse. Il *management* massimizza il valore quando formula strategie e obiettivi che permettono di realizzare l'ottimale equilibrio tra crescita, redditività e rischio, il tutto attraverso un efficace ed efficiente impiego delle risorse aziendali. Il funzionamento dell'impresa è basato sulla struttura di governo, la quale individua uno specifico assetto organizzativo ed i meccanismi operativi necessari ad assicurare il corretto svolgimento delle attività.

---

<sup>186</sup> cfr. Beretta S., *Valutazione dei rischi e controllo interno*, EGEA SpA, 2004.

<sup>187</sup> cfr. Salomone S., *Governo sistemico dei rischi nella gestione d'impresa*, EGEA SpA, p. 31.

L'assetto organizzativo influenza il modo in cui vengono svolti i processi, attribuiti i compiti e le responsabilità all'interno dell'organizzazione. Tanto più l'impresa vede aumentare le proprie dimensioni, tanto più cresce la sua complessità organizzativa ed il ricorso ai processi di delega interna del potere decisionale. Lo strumento della delega porta con sé un processo di responsabilizzazione delle risorse in termini di compiti e di rischi associati agli stessi: il comportamento del singolo richiede coerenza con le finalità unitarie di governo dell'impresa. Dall'analisi della complessità organizzativa e strategica è possibile individuare la moltitudine di rischi che minacciano l'impresa e comprenderne l'interconnessione, anche se taluni eventi sfavorevoli scatenano un effetto domino il cui danno economico e/o d'immagine è difficilmente quantificabile<sup>188</sup>. Negli ultimi anni la concezione meccanicistica dell'azienda, sintetizzata dall'espressione *command and control*, si è indebolita ed ha lasciato all'affermazione di una visione più flessibile in cui i processi di apprendimento e di responsabilizzazione sono estesi a tutti i livelli organizzativi, al punto tale da far nascere l'esigenza di un approccio integrato e coordinato alla gestione dei rischi. Questo interessa l'intero spettro delle funzioni e dei *business* attraverso cui si articola l'azienda e si basa su una logica di portafogli. Gli obiettivi e l'ambito di operatività del business aziendale si estendono oltre i confini del tradizionale sistema di controllo interno sino a realizzare un processo integrato di gestione del rischio che arriva a comprendere anche la pianificazione strategica<sup>189</sup>. Nei confronti di quest'ultima categoria di rischi si è assistito in tempi recenti ad un incremento di interesse, a causa dell'elevato impatto che può produrre una cattiva pianificazione strategica. Uno studio condotto dal CEB relativo alle imprese che nel corso dello scorso decennio hanno visto crollare il valore dei propri titoli di oltre il 40% in un anno, evidenzia come nell'86% dei casi la perdita fosse ascrivibile proprio ad errori di natura strategica<sup>190</sup>.

---

<sup>188</sup> cfr. AA.VV., *Il risk management. Teoria e pratica nel rispetto della normativa*, Franco Angeli editore, p. 46.

<sup>189</sup> cfr. Salomone S., *Governo sistemico dei rischi nella gestione d'impresa*, EGEA SpA, p. 53.

<sup>190</sup> cfr. *Executive guidance, reducing risk management's organizational drag*, a cura di CEB, documento disponibile al link: <https://www.cebglobal.com/exbd-resources/pdf/executive-guidance/eg2014-q3-final.pdf?cn=pdf>.



Figura 7: *Strategic risk destroy the greatest value.* Nell'86% dei casi oggetto di studio la perdita di valore dei titoli è riconducibile a rischi di natura strategica per i quali viene dedicato soltanto il 6% dell'impegno da parte dell'*internal audit*. Fonte: *Executive guidance, reducing risk management's organizational drag*, CEB.

L'evoluzione del concetto di rischio ha portato all'affermazione di un modello di gestione del rischio basato su un approccio integrato e su una logica di tipo *top down* in cui il *board* svolge un'attività di *risk oversight* ed è il principale promotore di una cultura aziendale di cui il rischio è parte integrante, nel senso di un'assunzione consapevole dello stesso. Parallelamente l'assetto organizzativo nei termini sopra descritti non è rimasto immune ad un simile cambiamento culturale e di approccio. All'interno delle imprese si sono affermati sistemi di controllo interno che attraversano l'intera organizzazione, figure come il *Chief Risk Officer*, funzioni come il *risk management* e la *compliance*, ma anche specifici comitati all'interno dell'organo di governo con l'obiettivo di svolgere attività istruttoria in questa tematica specifica. Le nuove prassi organizzative hanno avuto un riconoscimento giuridico formale attraverso l'emanazione di nuove e più complesse norme che per alcuni settori come quello bancario e assicurativo sono particolarmente stringenti ed obbligano, nel caso in cui l'emittente non vi abbia provveduto volontariamente, ad adeguarsi alle disposizioni. Nel modificare l'assetto organizzativo delle imprese sono state incisive soprattutto le norme di autoregolamentazione come codici di autodisciplina e le *best practice* internazionali.

Ciò nonostante, la crisi del 2008 ha evidenziato alcuni limiti di impostazione dovuti principalmente ad una generale sottostima del rischio sistemico, mentre più recentemente lo scandalo Volkswagen ha mostrato evidenti carenze organizzative nel processo di individuazione, valutazione e monitoraggio del rischio: in particolare del rischio di *compliance* dato che si è trattato di un aggiramento delle norme in materia di emissioni nocive. Ciò ha avuto pesanti ripercussioni per il valore del titolo ma anche per la reputazione dell'impresa, a testimonianza di come i rischi siano fortemente correlati ed interdipendenti. La società di consulenza BCG ha elaborato un decalogo di indicazioni utili al fine di poter realizzare quella integrazione del governo del rischio nel più generale assetto organizzativo dell'emittente di cui parla il Codice di Autodisciplina delle Società quotate. In particolare l'effettività e l'efficienza del governo del rischio si realizzano allorquando l'impresa è in grado di assicurarsi il rispetto delle seguenti indicazioni:

- *la gestione del rischio parte dall'alto*: la maggior parte dei manager amano esporre progetti ambiziosi per cui sono previsti risultati estremamente favorevoli ma sono molto meno entusiasti quando si tratta di discutere dei rischi ad essi associati. Per questo motivo, la gestione del rischio è altamente priorità e richiede un chiaro interlocutore posto al vertice organizzativo: il Consiglio di Amministrazione. In caso contrario, l'impulso sarà quello di ignorare il messaggio ogni qual volta i *manager* di livello inferiore sollevano questioni sui potenziali rischi o ostacoli ad un ambizioso piano di sviluppo. Avere un impegno ben visibile e riconoscibile da parte del *team* dirigente per rendere la gestione del rischio parte integrante del processo decisionale diventa un fattore critico. Senza una connessione tra il vertice organizzativo ed i *risk owner*, l'implementazione di un modello di gestione del rischio ha alte probabilità di tradursi in un mero esercizio di *compliance*;
- *il rischio non può essere gestito da una luogo ideale ed isolato dal contesto aziendale*: nelle aziende strutturate, a testimonianza della cresciuta rilevanza del rischio, sono sorti un gran numero di presidi di controllo, come ad esempio appositi comitati in seno al CdA ma anche specifiche funzioni aziendali. Tuttavia ci si deve ben guardare dal porre questi attori, incaricati di monitorare e gestire il rischio, in una posizione lontana dalle dinamiche operative. Il conseguente isolamento dal resto del contesto organizzativo e la centralizzazione delle attività non permette una corretta ed efficace comprensione degli specifici rischi di *business* a cui è esposta l'organizzazione. La gestione del rischio in maniera efficace richiede l'integrazione di tutti i processi organizzativi, comprese le attività di pianificazione strategica, finanziaria, il controllo e il reporting. Tale integrazione si realizza con una stretta collaborazione delle unità operative al fine di garantire un coinvolgimento a tutti i livelli dell'organizzazione.

Raramente una mera imposizione dall'alto senza un effettivo coinvolgimento è stata sufficiente a innescare un processo funzionante e funzionale della gestione del rischio;

- *evitare di fare cieco affidamento su scatole nere*: un altro deficit riscontrato in molti sistemi di gestione del rischio è l'elevato affidamento del management sui risultati forniti da sistemi e modelli di misurazione matematica del rischio. Questi, sebbene altamente complessi, difficilmente possono fornire una stima aggregata dei differenti rischi. Inoltre per quanto concerne quelli improntati alla sintesi dei soli rischi finanziari, sono stati ampiamente criticati e svalutati nel corso della recente crisi finanziaria. Attualmente l'unica strada percorribile sembra quella di individuare per ciascun rischio i relativi *appetite e tollerance* e di considerare le possibili interrelazioni tra fenomeni distinti, prestando particolare attenzione alla possibilità di un reciproco rafforzamento<sup>191</sup>;
- *la gestione del rischio è la strategia e la strategia è gestire il rischio*: la maggior parte delle aziende tendono ancora a concepire la gestione del rischio soprattutto in termini finanziari, a dimostrazione di come sia arduo abbracciare il nuovo paradigma di gestione globale del rischio. Anche se quella finanziaria rimane una dimensione importante della gestione dell'impresa, essa non è l'unica. Pertanto è importante allineare la gestione del rischio con l'intera strategia di *business* dell'impresa. Un'immediata implicazione della dimensione strategica della gestione del rischio è che l'impresa deve fare uno sforzo di non poco conto per poter correttamente identificare tutti i rischi rilevanti;
- *la gestione del rischio è più di una policy, è una cultura*: data l'importanza strategica della gestione dei rischi, l'obiettivo del sistema di gestione dei rischi di una società dovrebbe essere non soltanto di far rispettare la politica di governo, ma anche di contribuire alla diffusione di una cultura organizzativa che sia in grado di affrontare i rischi in modo proattivo, non reattivo, e che riesca a volgerli a favore dell'organizzazione creando nuove fonti di vantaggio competitivo. Una solida cultura basata sulla consapevolezza del rischio ha come obiettivo non tanto quello di evitare il rischio in maniera assoluta ma quello di individuare nuove importanti opportunità di business;

---

191 cfr. Dittmeier C., *La governance dei rischi: Un riferimento per gli organi e le funzioni di governo e controllo*, EGEA SpA, 2015, pp. 20-21.

Q: Do Senior Leaders Communicate the Importance of Risk Management?



Q: Do You Understand the Business Risks Inherent in Your Role?



Figure 8 e 9: *Risks are less apparent among non-managers.* Le risposte formulate da un campione di 6473 impiegati di imprese con più di 500 addetti evidenziano come la percezione del rischio sia direttamente proporzionale al ruolo ricoperto all'interno dell'organizzazione. Ciò evidenzia una scarsa penetrazione della cultura del rischio ai livelli gerarchici inferiori. Fonte: *Executive guidance. Reducing risk management's organizational drag*, CEB, documento disponibile al link: <https://www.cebglobal.com/exbd-resources/pdf/executive-guidance/eg2014-q3-final.pdf?cn=pdf>.

- *la cultura della consapevolezza del rischio è basata su flussi informativi*: un sistema aziendale in grado di gestire il rischio è subordinato all'esistenza di un efficace flusso di informazioni che pervade l'intera organizzazione. Ciò permette anche di migliorare l'accesso cross-funzionale alle informazioni;
- *il dialogo e il confronto sono essenziali*: con un futuro incerto l'obiettivo non dovrebbe essere quello di sviluppare metodi di misurazione assolutamente precisi nell'attività di quantificazione ma di spendersi affinché si comprendano le probabilità e l'impatto potenziale e di prepararsi mentalmente ad azioni correttive. E' essenziale stabilire regolarmente incontri di discussione aperti alla valutazione di tutti i tipi di rischio, facilitando lo scambio di informazioni cross-funzionale ed il perfezionamento dell'interpretazione dei rischi nel tempo;
- *il governo del rischio è un processo on-going*: gestire il rischio in maniera efficace significa perfezionare continuamente ipotesi organizzative in funzione dei mutati scenari futuri e comprendere le implicazioni di tali ipotesi sull'andamento del *business*. Pertanto è importante revisionare periodicamente i meccanismi di gestione del rischio. Il carattere dinamico del rischio rende la validità delle ipotesi molto brevi: essi mutano in fretta in termini di impatto, probabilità e correlazione;
- *prepararsi a rischi sconosciuti*: i rischi più difficili da fronteggiare per le imprese sono i cosiddetti *black-swan*, ovvero rischi senza precedenti. Tali rischi possono essere letali poiché minacciano l'integrità dell'impresa;

- *evitare gli effetti negativi senza dimenticare il lato positivo*: gran parte dell'attività di gestione del rischio consiste nell'evitare intelligentemente il lato negativo delle opportunità. E' tuttavia fondamentale che la gestione del rischio non diventi un motivo per il *management* di essere avverso al rischio e di temere che le perdite potenziali dei progetti oltrepassino i benefici attesi. In tal modo smetterebbero di creare valore per gli azionisti. Le aziende dovrebbero utilizzare la gestione dei rischi anche per individuare nuove opportunità e sfruttarle in maniera sistematica a proprio vantaggio<sup>192</sup>.

#### 3.4.1. Il rapporto tra il rischio ed il sistema di controllo interno

Da tempo la letteratura nazionale ed internazionale si interroga su quali siano le modalità di governo che garantiscono all'impresa le migliori performance e contemporaneamente di soddisfare le legittime attese degli *stakeholder*. Negli ultimi anni l'ampia produzione di regole -a cui abbiamo dedicato i capitoli precedenti- è stata la spinta per numerosi studiosi a cimentarsi nell'individuazione dell'impatto sull'*accountability* dell'impresa ma anche sulle performance economico finanziarie. In questo contesto il governo del rischio ed in particolare il governo integrato tipico dei sistemi di *Enterprise Risk Management* assume un ruolo centrale<sup>193</sup>, specialmente per ciò che concerne l'integrazione con il sistema di controllo interno. Devono anzi essere sviluppati meccanismi di supporto appropriati per ottenere un approccio sistemico e coordinato ed è quello che assicura un collaudato sistema di controllo interno. Se correttamente implementato tenendo conto delle *best practices* ma anche delle esigenze proprie dell'impresa, essa, mediante un atteggiamento proattivo, sarà in grado di cogliere le opportunità, segnalare prontamente l'aleatorietà dei fenomeni, intervenire e reagire. Occorre quindi tenere conto della necessità di gestire consapevolmente fenomeni di vasta portata e di considerare eventi legati a rischi specifici. E' possibile prevenire gli eventi definendo opportune linee di intervento e procedure mediante un processo di controllo integrato. L'efficace realizzazione degli obiettivi d'impresa e di tutela degli attori sociali dipende dall'attività di *governance* e dall'adozione di un sistema dei controlli in grado di cogliere, segnalare e monitorare i fattori di rischio interni ed esterni. Il governo dei rischi sottintende l'identificazione ed il controllo di tutti i possibili rischi che gravano sull'impresa.

---

<sup>192</sup> cfr. *The art of risk management*, The Boston Consulting Group, documento disponibile al link:[https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial\\_management\\_art\\_of\\_risk\\_management/?chapter=2#div\\_exhibit\\_2](https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial_management_art_of_risk_management/?chapter=2#div_exhibit_2).

<sup>193</sup> cfr. Lai A., *Il contributo del sistema di prevenzione e gestione dei rischi alla generazione del valore d'impresa*, Franco Angeli Editore, 2013, p. 47.

La crescente complessità aziendale richiede una valida articolazione del sistema di controllo interno<sup>194</sup>: un buon sistema di controllo, rappresentato dalle linee d'azione e dalle procedure adottate dalla direzione aziendale, garantisce la copertura dai rischi principali a cui l'impresa è esposta. Il controllo è una leva a disposizione del *management* per mitigare l'esposizione ai rischi. Esso non è più affidatario del raggiungimento degli obiettivi ma anche di individuare i rischi in grado di comprometterli, ponendo in essere le contromisure necessarie a diminuire gli effetti negativi in caso di esito nefasto degli eventi. Viene enfatizzata come *managerial skill* l'attitudine a prevenire i rischi piuttosto che la capacità di curare le conseguenze negative: i *manager* devono dimostrare la capacità di gestire convenientemente situazioni in continuo divenire. Si parla di gestione del rischio ovvero della diffusione di un sistema di *corporate governance* basato sulla cultura della prevenzione dei fenomeni, accompagnata dall'utilizzo di strumenti in grado di ridurre la probabilità di accadimento degli eventi rischiosi e di circoscriverne l'impatto negativo. L'aumento dell'attenzione verso il rischio coincide con un'estensione della nozione di rischio verso tematiche di ordine sociale, ambientale ed etiche, a tutto vantaggio delle diverse categorie di *stakeholder* con cui l'azienda si relaziona. La gestione dei rischi e il controllo interno devono essere incorporati nell'ambito dei normali processi di gestione e *governance* dell'impresa e non trattati come un esercizio di *compliance* a se stante<sup>195</sup>. Il sistema di gestione del rischio è infatti un elemento essenziale del sistema di controllo interno, costruito con lo scopo di guidare l'organizzazione verso il conseguimento degli obiettivi di un efficace ed economico svolgimento delle operazioni, salvaguardia del patrimonio aziendale, efficacia delle informazioni, rispetto delle leggi e dei regolamenti<sup>196</sup>. L'implementazione di un modello di governo del rischio integrato nell'assetto organizzativo e di governo societario permette all'impresa di ottenere:

- uno strumento per valutare i rischi in maniera sistematica;
- una cultura del rischio rafforzata e diffusa a tutti i livelli.

---

<sup>194</sup> cfr. AA.VV., *Il risk management. Teoria e pratica nel rispetto della normativa*, Franco Angeli editore, p. 51.

<sup>195</sup> cfr. Dittmeier C., *La governance dei rischi: Un riferimento per gli organi e le funzioni di governo e controllo*, EGEA SpA, 2015;

<sup>196</sup> cfr. Marchi L., *Revisione aziendale e sistemi di controllo interno*, Giuffrè Editore, 2012, pp. 379-380.

Ovviamente il raggiungimento di obiettivi di una tale portata passa attraverso una sostanziale rivisitazione ed un *up-grade* del concetto stesso di sistema di controllo interno. Questo a causa del superamento del vecchio paradigma su cui erano calibrati i meccanismi di controllo in termini di responsabilità degli attori e di modalità di intervento. Il sistema dei controlli è uno strumento fondamentale per l'organizzazione affinché riesca a raggiungere i propri obiettivi: identificare, valutare e controllare i rischi è una fase imprescindibile del processo gestionale. E' ormai opinione comune che un controllo limitato alla sola verifica del rispetto delle norme ed al rispetto della *compliance* sia condizione necessaria ma non sufficiente a garantire una valida risposta alle necessità aziendali. Una tale impostazione del sistema di controllo era caratterizzata da meccanismi di reazione nei confronti degli eventi sfavorevoli, senza alcun coinvolgimento del processo di pianificazione strategica. Con il declino del "modello del controllo" -la cui dimostrazione di inadeguatezza è rinvenibile nei fallimenti di alcune importanti imprese- si è assistito all'affermazione del "modello dei rischi", il quale interpreta il controllo interno come una componente fondamentale del più vasto sistema di governo dei rischi aziendali. A testimonianza di questo cambio di passo vi sono le modifiche apportate al Codice di Autodisciplina delle Società quotate, il quale a partire dal 2011 ha sottolineato la centralità del rischio nel sistema dei controlli, provvedendo alla ridenominazione in "Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi". L'approccio originario di tipo frammentario e reattivo evolve verso uno stadio che interpreta l'attività di *risk oversight* come una delle componenti di cui si costituisce il generale sistema di valutazione dei rischi. L'approccio diviene proattivo e la gestione dei rischi avviene in un'ottica di portafogli<sup>197</sup>. In particolare il moderno approccio al rischio è caratterizzato dalle seguenti caratteristiche:

- il governo del rischio assume rilevanza strategica;
- il processo di *risk assessment* sfocia in una classificazione per tipologie e in un raggruppamento in un portafoglio (*risk profile*);
- il focus è sui rischi ritenuti critici;
- il portafoglio dei rischi è ottimizzato;
- viene individuata una soglia di tolleranza (*risk appetite*);
- i rischi sono misurati e monitorati;
- le responsabilità sono stabilite a tutti i livelli organizzativi;
- vi è un'attitudine proattiva, volta a prevenire piuttosto che a reagire.

---

<sup>197</sup> cfr. Salomone S., *Governo sistemico dei rischi nella gestione d'impresa*, EGEA SpA, p. 52.

L'efficacia del sistema di controllo interno attiene alla capacità dello stesso di assicurare la prevenzione dal rischio che:

- le operazioni aziendali non siano svolte in condizioni di efficacia, efficienza ed economicità;
- patrimonio materiale ed immateriale sia esposto ad eventi in grado di ridurne il valore;
- le informazioni presentino uno scarso grado di accuratezza, tempestività, selettività;
- le persone violino le norme, regolamenti e le procedure riducendo l'economicità dell'azienda.

La validità del Sistema di Controllo Interno e di Gestione del Rischio dipende dall'efficacia e dalla struttura dell'assetto organizzativo aziendale, da una chiara definizione dei compiti e delle responsabilità, dalla presenza di soggetti con competenze adeguate alle mansioni svolte ma anche da regole, procedure e protocolli<sup>198</sup>. Il Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi è un elemento determinante nel sistema di *corporate governance* degli emittenti e contribuisce ad identificare, misurare, gestire e monitorare i principali rischi. Esso assicura la salvaguardia del patrimonio sociale, l'efficienza e l'efficacia dei processi aziendali, l'affidabilità dell'informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti nonché dello statuto sociale e delle procedure interne. Il Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi riduce ma non elimina la possibilità che si manifestino perdite dovute ad errori umani, violazioni fraudolente delle procedure ed accadimenti imprevedibili. Può soltanto fornire una ragionevole *assurance* sulla capacità dell'impresa di raggiungere i propri *target*, a causa dell'intrinseco legame tra rischio ed attività d'impresa. Quello che conta è che rimanga comunque al disotto del livello ritenuto accettabile dal *board*<sup>199</sup>. Nelle società per azioni strutturate come quelle quotate nei mercati regolamentati, il Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi è basato su tre livelli di controllo.

---

<sup>198</sup> cfr. D'Onza G., *Il sistema di controllo interno nella prospettiva del risk management*, Giuffrè Editore, 2008, p. 67.

<sup>199</sup> cfr. Marchi L., *Revisione aziendale e sistemi di controllo interno*, Giuffrè Editore, 2012, pp. 380-381.

### 3.4.2. Il *risk oversight* a cura del CdA

*“An area of increasing importance for boards and which is closely related to corporate strategy is oversight of the company’s risk management. Such risk management oversight will involve oversight of the accountabilities and responsibilities for managing risks, specifying the types and degree of risk that a company is willing to accept in pursuit of its goals, and how it will manage the risks it creates through its operations and relationships. It is thus a crucial guideline for management that must manage risks to meet the company’s desired risk profile.”*<sup>200</sup>

Nei confronti dei Consigli di Amministrazione delle società quotate delle principali economie occidentali, in special modo delle banche e delle imprese di investimento protagoniste della crisi finanziaria iniziata nel 2008, vi è un parere unanime circa l’assunzione di eccessivi rischi, nei cui confronti hanno funto da leva perversi sistemi di remunerazione: basati su logiche puramente di breve periodo, sono sfociati in un forte ricorso a tecniche di *earnings management*, con l’obiettivo di anticipare i ricavi nell’immediato. Nella letteratura americana Robert Miller ha denunciato significativi cedimenti registrati dai sistemi di gestione dei rischi di queste categorie di *corporations*, alcune delle quali risultavano addirittura prive di tali sistemi. Stephen Bainbridge in uno studio sulla *corporate governance* dopo la crisi, ha messo in luce significative responsabilità dell’organo amministrativo. Un efficace descrizione del meccanismo di governo del rischio svolto dal *board* di importanti istituzioni finanziarie come Bear Stearns, Lehman Brothers e Citigroup giunge dal lavoro svolto da Renee Jones e Michelle Welsh, i quali dipingono gli amministratori all’oscuro delle conseguenze catastrofiche dei rischi assunti dalle loro imprese. Essi sono rimasti inermi nei confronti degli scostamenti tra la situazione reale e le linee guida precedentemente approvate in materia di *risk management*. Anche la Commissione Europea si è mossa al fine di comprendere le cause dello scoppio della crisi, commissionando un rapporto ad un gruppo di lavoro guidato da De Larosière. Dal rapporto si evince come in molti casi i Consigli di Amministrazione non abbiano compreso né la natura né l’entità dei rischi che dovevano affrontare, né abbiano adeguatamente implementato meccanismi di controllo in grado di mitigare tali rischi. Sempre a livello europeo, nel Libro Verde del 2010 della Commissione Europea si legge come i Consigli di Amministrazione degli istituti finanziari non siano stati in grado di esercitare un controllo effettivo sulla direzione. L’incapacità di individuare, comprendere e controllare i rischi a cui erano esposti gli istituti finanziari è stata al centro dell’origine della crisi finanziaria. Alle medesime considerazioni è giunto il Rapporto della *Financial Crisis Inquiry Commission* commissionato dall’amministrazione Obama: nella premessa del

---

200 cfr. G20/OECD, *Principles of Corporate Governance*, 2015, documento disponibile al link: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>.

documento, le drammatiche disfunzioni del governo societario e della gestione dei rischi sono descritte come una delle cause determinanti della crisi<sup>201</sup>. Alla luce di tali conclusioni non si può non essere d'accordo sul fatto che all'interno del complesso sistema di controllo interno, il governo del rischio abbia assunto un ruolo cruciale. Il Consiglio di Amministrazione - coadiuvato dall'attività istruttoria svolta dal Comitato Controllo e Rischi e con il supporto dell'Amministratore incaricato - ha un ruolo determinante nell'individuazione del profilo di rischio accettabile (*risk appetite*), nella valutazione e nel monitoraggio dell'adeguatezza dei sistemi aziendali posti in essere per la gestione dei rischi. Il Codice di Autodisciplina delle società quotate, punto di riferimento per gli emittenti nazionali, ha esplicitamente omesso di fornire indicazioni di natura organizzativa sull'architettura dei controlli, e dunque sulle modalità pratiche di esercizio del *risk oversight* a cura del CdA, in quanto questo dipende da una serie di variabili specifiche dell'impresa, come ad esempio il tipo di attività svolta, la dimensione, la struttura del gruppo e il contesto regolamentare. Gli emittenti mantengono dunque un margine di discrezionalità nell'individuazione delle forme di controllo più consone alle proprie esigenze. Il Codice individua nell'ambito del principio 1 i compiti spettanti al Consiglio di Amministrazione in relazione al governo del rischio, in particolare esso è tenuto a:

- esaminare ed approvare i piani strategici, industriali e finanziari dell'emittente e del gruppo di cui esso sia a capo, monitorandone periodicamente l'attuazione;
- definire la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'emittente;
- definire le linee di indirizzo del sistema di controllo affinché i principali rischi afferenti all'emittente e alle sue controllate risultino correttamente identificati, nonché adeguatamente misurati, gestiti e monitorati, determinando inoltre il grado di compatibilità con gli obiettivi strategici;
- valutare l'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi rispetto alle caratteristiche dell'impresa e al profilo di rischio assunto, nonché la sua efficacia.

L'espletamento di tali responsabilità non può prescindere da una corretta identificazione e misurazione dei principali rischi connessi ai piani strategici, industriali e finanziari che sono sottoposti all'esame e all'approvazione del Consiglio, nonché alla valutazione della loro accettabilità rispetto agli obiettivi strategici perseguiti.

---

<sup>201</sup> cfr. Amatucci C., *Vigilanza, gestione dei rischi e responsabilità degli amministratori*, in Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Quaderni giuridici Consob, 2014, pp. 53-54, documento disponibile al link: <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg9.pdf/89cb69a2-8e15-40c7-8fc6-168eeb012a5b>.

Logica deduzione è che l'analisi dei principali fattori di rischio attraverso un'adeguata mappatura, debba essere integrata nei processi di definizione degli obiettivi e delle strategie aziendali ed essere svolta dall'organo di governo contestualmente all'esame e all'approvazione dei piani e delle iniziative, al fine di contribuire all'assunzione di decisioni consapevoli e di favorire l'adozione dei necessari presidi, rafforzando così la capacità dell'impresa di raggiungere i propri *target*. Sempre con riferimento al governo del rischio viene raccomandato che il Consiglio si avvalga del contributo fornito da alcuni soggetti, ovvero:

- uno o più amministratori incaricati dell'istituzione e del mantenimento di un efficace sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;
- un Comitato Controllo e Rischi, con il compito di supportare, con un'adeguata attività istruttoria, le valutazioni e le decisioni del Consiglio relative al sistema di gestione dei rischi;
- gli altri ruoli e funzioni aziendali con specifici compiti in tema di gestione dei rischi, articolati in relazione a dimensioni, complessità e profilo di rischio dell'impresa;
- il responsabile della funzione di *internal audit*, incaricato di verificare che il sistema sia funzionante e adeguato.

Il *Risk Appetite* individuato dal *board* altro non è che il grado di rischio che l'emittente è disposto ad assumere nel perseguimento dei propri obiettivi strategici: tale propensione può essere espressa sia come livello di variabilità dei *target*, sia come vincoli e/o divieti volti ad indirizzare i comportamenti e le scelte del *management*, con la finalità di allineare il *risk profile* alle priorità aziendali. La definizione della propensione al rischio passa per l'individuazione di livelli e/o di vincoli riferiti ad indicatori quali-quantitativi rilevanti per l'azienda, come ad esempio:

- parametri finanziari: EBIT o EBITDA, Free Cash Flow, Earning per Share, Debt Rating, Net Debt/Equity Ratio, ecc.;
- parametri strategici: concentrazione del portafoglio prodotti/mercati/clienti, prodotti ammessi e non, investimenti ammessi e non, requisiti di *sustainability* e responsabilità d'impresa;
- parametri operativi: soddisfazione dei clienti/dipendenti/terze parti strategiche, continuità dei servizi offerti, saturazione degli impianti, dipendenza da terze parti;
- parametri di compliance: requisiti di salute, sicurezza e ambiente, pratiche commerciali ammesse.

In relazione a questi il *board* discute e definisce:

- il livello massimo di rischio assumibile (*Risk Capacity*), ovvero che l'emittente è in grado di assumere senza incorrere in situazioni di crisi, fallimento o mancato rispetto di vincoli imposti dagli azionisti o dalle Autorità di Vigilanza;
- il livello di rischio "obiettivo" (*Risk Target*), ovvero che l'emittente intende assumere per il raggiungimento dei propri obiettivi strategici, tenuto conto delle dimensioni e della complessità organizzativa e del modello di business adottati;
- la soglia di rischio tollerata (*Risk Tolerance*), intesa quale deviazione massima consentita dal livello di *risk target*, che dovrebbe poi guidare la definizione di limiti di rischio più puntuali e delle correlate procedure di escalation in caso di superamento<sup>202</sup>.

Il ruolo di *risk oversight* del CdA non si esaurisce di certo nel garantire che i processi di *risk management* siano effettivamente strutturati ed implementati ma va oltre, dovendo promuovere una cultura orientata alla consapevolezza del rischio delle attività. Il *board* deve dunque dare forti segnali al management ma anche al resto del personale sui benefici derivanti da un approccio globale al rischio che non è né di intralcio alla routine né una mera checklist da spuntare<sup>203</sup>.

---

<sup>202</sup> cfr. Protiviti, *Il ruolo del Consiglio di Amministrazione nel governo dei rischi aziendali*, working paper, 2014, pp. 1-11, documento disponibile al link: <http://www.protiviti.it/it-IT/Documents/Protiviti-Il-ruolo-del-CdA0-nel-governo-dei-rischi-ed-luglio-2014.pdf>.

<sup>203</sup> cfr. Dittmeier C., *La governance dei rischi: Un riferimento per gli organi e le funzioni di governo e controllo*, EGEA Spa, 2015, p. XI.

### 3.4.3. I presidi di controllo del rischio

Nell'ambito del secondo capitolo sono stati presentati gli attori fondamentali di cui si compone il Sistema di Controllo Interno e di Gestione del Rischio, facendo ampio riferimento alle norme ad essi dedicate dal nostro ordinamento giuridico ma anche dalle *best practice* nazionali ed internazionali. Le attività di controllo svolte dagli organi societari vengono anche definite di tipo istituzionale per essere tenute distinte da quelle tipiche, oggetto di indagine di questo paragrafo. Secondo una prassi diffusa a livello internazionale il controllo interno è articolato su tre livelli:

- 1° livello: corrisponde al *management* di linea, è diretto ad assicurare il corretto svolgimento delle operazioni. Sono effettuati dalle stesse strutture produttive (*risk owner*) o incorporati nelle procedure ovvero eseguiti nell'ambito dell'attività di back office;
- 2° livello: corrisponde alle funzioni aziendali preposte al controllo come ad esempio il controllo di gestione, la *compliance* ed il *risk management*. Hanno l'obiettivo di concorrere alla definizione delle metodologie di misurazione del rischio, di verificare il rispetto dei limiti assegnati alle varie funzioni operative e di controllare la coerenza dell'operatività delle singole aree produttive con gli obiettivi di rischio/rendimento assegnate;
- 3° livello: corrisponde alla revisione interna (*internal audit*) la quale ha compiti di *assurance* e consulenza indipendente sull'intera architettura del sistema dei controlli. Tende a migliorare l'efficienza e l'efficacia dell'organizzazione.

Le attività di controllo assistono l'operatività aziendale e costituiscono il presidio per fronteggiare i rischi assunti dalle differenti aree di *business*, esse partecipano alla fase di gestione e di monitoraggio che sono strettamente connesse a quelle di misurazione e di rilevazione dei rischi. L'efficace organizzazione di un insieme di funzioni dedicate al controllo che comprende la *compliance*, il *risk management* e l'*internal audit* non è cosa semplice, in special modo per quanto concerne l'attività di coordinamento e la corretta gestione dei flussi informativi da esse prodotte. L'organizzazione delle funzioni di controllo interno rientra tra le competenze del CdA il quale ne individua il posizionamento nell'organigramma aziendale, ne stabilisce le regole di funzionamento, l'oggetto e le procedure di controllo da utilizzare. Il ruolo dell'organo di controllo si sostanzia nell'accertare che tali funzioni siano state adeguatamente costituite ed operino in maniera efficace. Ciò si evince del più generale obbligo di vigilanza sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo e amministrativo stabilito dall'articolo 2403 del codice civile. La collocazione funzionale del *risk management* e della *compliance* deve consentire di integrare trasversalmente tutti i processi operativi di gestione e controllo dei diversi rischi, ma anche un adeguato riporto all'organo di governo. La funzione di *internal audit* richiede una totale separazione dai processi operativi per garantire il rispetto del

requisito dell'indipendenza ed il riporto gerarchico all'organo di governo mentre dal punto di vista funzionale sono previsti scambi informativi anche con il collegio sindacale e l'organismo di vigilanza<sup>204</sup>. I controlli di linea o controlli di primo livello sono diretti ad assicurare il corretto svolgimento delle operazioni. Il buon andamento delle operazioni è garantito dal rispetto delle normative di riferimento e dalle regole interne dell'impresa. Tali regole sono rappresentate da prassi operative che nella migliore delle ipotesi sono formalizzate in documenti scritti di cui sono a conoscenza tutti i dipendenti o quanto meno a cui hanno libero accesso. Esse hanno una valenza di natura ovviamente procedurale ma anche strategica dato che coloro i quali svolgono attività di *front end* hanno rapporti con gli *stakeholder* dell'impresa. La distribuzione dei controlli di linea è inevitabilmente subordinata alle scelte organizzative del *management*, questi controlli ricalcano la trama dei processi e delle singole fasi operative, assistono l'esecuzione dell'attività. I presidi di primo livello risentono fortemente di alcuni fattori: 1) assetto aziendale; 2) progettazione della sequenza dei processi; 3) maturità delle infrastrutture tecnologiche. Da tali considerazioni si ricava un importante corollario. All'interno dell'organizzazione la ripartizione di compiti fra più soggetti che riguardano lo stesso processo operativo è volto ad incrementare l'efficacia dei controlli e a ridurre il rischio poiché risponde alla logica della *segregation of duties*. Ovviamente elementi come la natura e complessità del business ma anche la dimensione aziendale influenzano l'approccio adottato dall'emittente nel delineare i presidi di controllo di primo livello. Malgrado le differenze nell'architettura dei controlli che si possono riscontrare tra diverse imprese, vi è un elemento che funge da fattore comune, ovvero una solida cultura del rischio fondata sulla responsabilizzazione dei dipendenti e sulla separazione delle mansioni. I controlli di linea o di primo livello possono essere di tipo:

- **gerarchico**: rappresentano la naturale derivazione della struttura piramidale dell'impresa. Ogni *business unit* prevede dei livelli gerarchici ed il responsabile della stessa è tenuto a verificare la correttezza dell'operato dei propri collaboratori. La funzione di controllo attribuita al responsabile della divisione discende dalla propria posizione gerarchica;
- **fisico**: sono i più tradizionali e si sostanziano, ad esempio, nel verificare la corrispondenza tra ordine di acquisto effettuato ad un fornitore e merce recapitata all'impresa (rischio frode);

---

204 cfr. Assonime, *Rapporti del gruppo di lavoro della giunta Assonime*, 2011, pp. 47-48, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletAllegati?numero=3789>.

- **incorporati nelle procedure:** sono disseminati nei processi ed impliciti nell'esecuzione dei processi. Ad esempio il cassiere dello sportello bancario effettua la conta del denaro che il cliente intende depositare prima di dare l'input al calcolatore per la contabilizzazione dell'operazione;
- **automatizzati:** sono la diretta evoluzione dei controlli di linea incorporati nelle procedure. Definiti anche controlli applicativi, sono certamente più sicuri dei primi in quanto non svolti dall'uomo. In questo caso tuttavia il rischio deriva da errori nella progettazione della procedura automatizzata;
- **incrociati:** sono raccomandabili nel caso in cui le dimensioni organizzative o la disponibilità di risorse umane non permettano la segregazione delle attività.

Dalla disamina ed esemplificazione dei controlli di linea emerge la varietà sotto cui si possono manifestare. Il *management* in fase di progettazione dell'assetto organizzativo è tenuto ad individuare il giusto mix di controlli tenendo conto delle implicazioni a livello organizzativo, delle politiche di rischio aziendale, della mappatura dei rischi e di eventuali disposizioni di legge. In tema di rischio va osservato come i controlli di primo livello abbiano finalità preminentemente preventiva, con una forte valenza conoscitiva per il management e le funzioni di controllo di secondo livello. La visione aggregata e complessiva dei rischi si produce a livello centrale mentre le strutture di linea presidiano le manifestazioni più granulari, ma non per questo meno importanti: piccoli errori ripetuti in serie su un gran numero di transazioni possono portare ad un discostamento finale molto rilevante. Per quanto concerne la dinamica dei flussi informativi, le funzioni di controllo di primo livello producono informazioni utili per una visione aggregata dei rischi. A tale flusso informativo di "andata" ne corrisponde uno di "ritorno" da parte delle funzioni di controllo di secondo livello oppure dall'alta direzione, contenente correzioni a comportamenti organizzativi, rimozione di anomalie, raccomandazioni o chiarimenti<sup>205</sup>. I controlli di secondo livello corrispondono alle funzioni aziendali di controllo di gestione, *compliance* e *risk management*. Hanno l'obiettivo di concorrere alla definizione delle metodologie di misurazione del rischio, di verificare il rispetto dei limiti assegnati alle varie funzioni operative e di controllare la coerenza dell'operatività delle singole aree produttive con gli obiettivi di rischio/rendimento assegnate. La funzione di *risk management* ha un ruolo strategico nell'attuazione delle politiche di governo dei rischi, attraverso un adeguato processo di gestione degli stessi.

---

<sup>205</sup> cfr. Dellarosa E. - Razzante R., *Il nuovo sistema dei controlli interni della banca. Riprogettare il sistema dopo Basilea 2, Mifid e compliance*, Franco Angeli Editore, pp. 85-93.

Essa deve:

- essere coinvolta nell'individuazione del *risk appetite*, nella definizione delle politiche di governo dei rischi e delle varie fasi che costituiscono il processo operativo di gestione;
- verificare in maniera continuativa l'adeguatezza di tali politiche;
- essere investita della responsabilità di sviluppare, convalidare e mantenere i sistemi di misurazione e controllo dei rischi;
- sviluppare ed applicare indicatori in grado di evidenziare situazioni di anomalia e di inefficienza dei sistemi di misurazione e controllo dei rischi;
- analizzare i rischi associati all'introduzione di nuove linee di prodotti/servizi nonché di quelli derivanti dall'ingresso in nuovi segmenti di mercato;
- fornire pareri preventivi sulla coerenza delle operazioni più importanti con la politica di governo dei rischi;
- monitorare costantemente l'evoluzione dei rischi ed il rispetto dei limiti operativi all'assunzione delle varie tipologie di rischio;
- verificare se le contromisure prese per rimediare a carenze nella gestione del rischio diano gli effetti sperati.

Per quanto concerne la collocazione della funzione di *risk management* nell'organigramma aziendale, è estremamente importante che essa sia distinta e indipendente dalle funzioni operative in grado di incidere sull'assunzione dei rischi e/o di modificare il profilo di rischio dell'emittente<sup>206</sup>. Il Consiglio di Amministrazione è tenuto a vagliare l'ipotesi di individuare all'interno dell'organizzazione una figura manageriale dedicata all'identificazione e alla gestione dei rischi. Il *board* dovrebbe anche comunicare al mercato i criteri che sono stati utilizzati nel vagliare tale ipotesi organizzativa. Qualora decidesse di non formalizzare la figura del *Chief Risk Officer*, è comunque tenuto ad attribuire tali responsabilità ad uno o più soggetti, come ad esempio il *Chief Financial Officer*<sup>207</sup>. Esso funge anche da momento di integrazione orizzontale di tutte le funzioni di controllo di secondo livello<sup>208</sup>.

---

206 cfr. Schwizer P., *Internal Governance: Nuove regole, esperienze e best practice per l'organizzazione dei controlli interni nelle banche*, EGEA SpA, 2013, p. 46.

207 cfr. *ICGN Guidance on Corporate Risk Oversight*, terza edizione, ICGN, 2015, pp. 14-15, documento disponibile al link: <https://www.icgn.org/sites/default/files/ICGN%20Corp%20Risk%20Oversight.pdf>.

208 cfr. Prandi P., *Il risk management negli istituti di credito. Come affrontare le sfide in scenari di incertezza. Atti del Convegno di Brescia del 2 dicembre 2011*, Franco Angeli Editore, 2013, p. 49.

Al fine di rafforzare l'indipendenza del *CRO*, deve essere collocato alle dirette dipendenze dell'organo di governo o del Comitato Controllo e Rischi. Un'ulteriore presidio di controllo di secondo livello è la funzione *compliance*. Questa ha un ruolo estremamente significativo negli emittenti di tipo finanziario sottoposti a vigilanza prudenziale come banche ed assicurazioni in cui il rischio di non conformità alle stringenti norme può tradursi anche nella revoca delle autorizzazioni necessarie ad operare sul mercato. Tale funzione si sostanzia nella prevenzione del *compliance risk*, ovvero: il rischio di sanzioni legali o regolamentari, perdite finanziarie o perdite di reputazione, di cui un'emittente può soffrire in conseguenza della mancata osservazione di leggi, regolamenti, regole, standard di autoregolamentazione emessi da associazioni di categoria o codici di condotta a cui l'emittente dichiara di aderire<sup>209</sup>. L'individuazione di una funzione di *compliance* può essere obbligatoria o facoltativa ma comunque risponde all'esigenza di gestire in maniera proattiva le problematiche relative alla responsabilità dell'impresa per il mancato rispetto delle norme. Essa suggerisce soluzioni al fine di:

- ridurre il rischio di non conformità;
- contribuire alla diffusione all'interno dell'organizzazione di una cultura orientata alla correttezza e alla veridicità;
- trasmettere trasparenza comportamentale e comunicazionale nei confronti dei diversi *stakeholder*<sup>210</sup>.

L'ultimo presidio di secondo livello sopramenzionato è il controllo di gestione. Ai fini della presente analisi sarebbe fuori luogo dilungarsi sul funzionamento di tale funzione nei confronti della quale merita comunque di essere sottolineata l'importanza della corretta applicazione delle tecniche di imputazione dei costi -soprattutto di quelli indiretti- alle diverse *product line*: l'errata attribuzione dei costi conduce a fuorvianti valutazioni circa la redditività dei prodotti, con evidenti conseguenze strategiche. Discorso a parte la revisione interna ovvero l'*internal audit* che per completezza di rappresentazione è stata descritta come presidio di controllo di terzo livello. Si rimanda a quanto già esposto a proposito nel precedente capitolo.

---

209 cfr. Dellarosa E. - Razzante R., *Il nuovo sistema dei controlli interni della banca. Riprogettare il sistema dopo Basilea 2, Mifid e compliance*, Franco Angeli editore, p. 153.

210 cfr. Gandini G., *Governo d'impresa e orientamento competitivo al mercato bancario*, Franco Angeli Editore, 2008, p. 135.

### 3.5. La *risk disclosure*

La *corporate risk disclosure* è un'importante tassello della comunicazione aziendale: garantisce una efficiente allocazione delle risorse nel mercato dei capitali, ostacolata dall'esistenza di asimmetrie informative e dai problemi di agenzia insiti nel rapporto azionisti manager e tra azionisti di controllo e di minoranza. Accanto alla funzione informativa, la *risk disclosure* svolge un'importante funzione di *stewardship* tra manager ed azionisti. Un'informazione attendibile e verificabile è uno strumento a disposizione degli azionisti per allineare l'operato dei manager verso il perseguimento degli interessi della proprietà, favorendone il monitoraggio. L'esigenza di realizzare una più possibile completa e trasparente informativa sui rischi aziendali è propedeutica ad una migliore valutazione del profilo di rischio dell'emittente, il quale può essere comparato dall'investitore con la propria propensione al rischio. Un'adeguata *disclosure* dipende dalla capacità e dal funzionamento del Sistema di Controllo Interno e di Gestione del Rischio ed è un indicatore indiretto del grado di sviluppo del sistema di *risk management*<sup>211</sup>. Nonostante vi sia una certa convinzione dell'importanza della divulgazione dei rischi, ancora oggi si assiste alla presenza di normative generiche e flessibili nei confronti del *reporting* dei rischi non finanziari. Nei confronti di essi vi è un elevato margine di manovra, essendo la descrizione prettamente narrativa. Si trovano quindi in una posizione di subordinate rispetto alle informazioni di tipo quantitativo presenti nei prospetti contabili. D'altra parte è comunque doveroso riconoscere come la scelta dei *policy maker* sia dettata dalla difficoltà di individuare e quindi di applicare degli standard di *disclosure* universalmente validi. La reportistica sui rischi è oggetto di costante attenzione da parte della letteratura<sup>212</sup>: essa ha spesso messo in evidenza i numerosi benefici associati ad una corretta ed esauriente *risk disclosure*, come ad esempio la riduzione del costo del capitale o gli effetti positivi sul *risk management* e la *governance*. Sulla spinta di tali benefici è ragionevole ipotizzare che essi possano fungere da incentivo per i *managers* alla diffusione di informazioni. Ciò nonostante, le ricerche empiriche hanno evidenziato una scarsa diffusione di informazioni volontarie sui rischi negli *annual report*. Le informazioni sono di carattere prevalentemente qualitativo – descrittivo. Manca inoltre un'analisi relativa alle probabilità di impatto e alle relative conseguenze<sup>213</sup>.

---

211 cfr. AA.VV., *Il contributo del sistema di prevenzione e gestione dei rischi alla generazione del valore d'impresa*, Franco Angeli Editore, p. 23.

212 cfr. AA.VV., *Il governo dei rischi aziendali tra esigenze di mercato e fattori istituzionali. Nuove prospettive per il board*, Franco Angeli Editore, 2014, pp. 88-89.

213 cfr. AA.VV., *Risk reporting e sistemi di controllo interno. Un'analisi comparata tra Italia e Regno Unito*, Franco Angeli Editore, p. 15.

Dal punto di vista normativo, l'informativa sui rischi è stata prevalentemente di natura volontaria sino al 2005, anno di entrata in vigore del nuovo articolo 2428 comma 6-bis del codice civile. Esso ha segnato l'obbligo di inserire all'interno della relazione sulla gestione a cura degli amministratori: a) gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste; b) l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari. Una simile previsione risultava in contrasto con le indicazioni presenti nei principi contabili IAS/IFRS (i Principi Contabili Internazionali che gli emittenti quotati nei mercati regolamentati sono obbligati ad adoperare) e permane con il principio IFRS 7, che consente di collocare l'informativa sui rischi finanziari sia nelle note, che nella relazione sulla gestione ed infine in appositi rapporti sul rischio inclusi nell'*annual report*<sup>214</sup>. Il recepimento da parte del nostro ordinamento giuridico della Direttiva Europea 2003/51/CE mediante il D.Lgs. 32/2007, ha comportato modifiche ai commi 1 e 2 del sopracitato articolo 2428 del codice civile. Allo stato attuale delle cose, il primo comma dell'articolo in parola stabilisce che: *“Il bilancio deve essere corredato da una relazione degli amministratori contenente un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate, con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti, nonché una descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta”*. Il secondo comma aggiunge: *“L'analisi di cui al comma 1 è coerente con l'entità e la complessità degli affari della società e contiene, nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato della sua gestione, gli indicatori di risultato finanziario e, se del caso, quelli non finanziari pertinenti all'attività specifica della società, comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale. L'analisi contiene, ove opportuno, riferimento agli importi riportati nel bilancio e chiarimenti aggiuntivi”*. Anche la legge sul risparmio (L.262/2005) e la direttiva Trasparency (Direttiva 109/2004/CE recepita mediante il D.Lgs. 195/2007) hanno impattato sulla *risk disclosure*: la relazione annuale e semestrale sulla gestione devono contenere, fra l'altro, la descrizione dei principali rischi ed incertezze. Inoltre, deve essere rilasciata un'apposita attestazione di conformità da parte degli organi delegati e del dirigente preposto ai documenti contabili (art. 154-bis e 154-ter T.U.F.)<sup>215</sup>.

---

214 cfr. AA.VV., *Risk reporting e sistemi di controllo interno. Un'analisi comparata tra Italia e Regno Unito*, Franco Angeli Editore, pp. 16-17.

215 cfr. Fortunato S., *I nuovi equilibri mondiali. Imprese, banche, risparmiatori. Atti del Convegno di Courmayeur, 26-27 settembre 2008*, Giuffrè Editore, 2009, p. 126.

### 3.5.1. La *risk disclosure* secondo l'ICGN

Nell'ambito del primo capitolo abbiamo presentato i Global Governance Principles a cura di ICGN, il network degli investitori istituzionali. Lo stesso network ha elaborato un ulteriore documento, *Guidance on Corporate Risk Oversight*, nel quale sono presenti alcune interessanti indicazioni in merito al modo in cui l'impresa dovrebbe gestire la *corporate risk disclosure*. In particolare, il Consiglio di Amministrazione, dovrebbe comunicare informazioni sufficienti agli investitori affinché questi possano maturare un giudizio sulla qualità del *risk oversight* da esso svolto. Le informazioni fornite al mercato dovrebbero assicurare una comunicazione completa ed equilibrata, al fine di rendere comprensibile la situazione della società. Le informazioni dovrebbero essere divulgate in maniera tempestiva, permettendo agli investitori di decidere se esse siano fonte di rischio o di opportunità per il proprio investimento. All'interno del rendiconto periodico rivolto al mercato e agli investitori, dovrebbero essere presenti una serie di specifiche informazioni sul governo del rischio, dal quale si evincano:

- le modalità e la frequenza di valutazione della strategia, del *risk appetite* e del controllo dei rischi da parte del CdA;
- la frequenza con cui viene valutata la bontà della struttura finanziaria dell'impresa, il processo di allocazione del capitale ed il sistema di gestione dei rischi con riferimento alla strategia e al *risk appetite*;
- quanto spesso la struttura attraverso la quale circolano i flussi informativi ed i livelli decisionali vengono valutati ;
- come e quanto spesso gli *stakeholders* vengono considerati nel processo di gestione del rischio;
- come il *board* si assume le proprie responsabilità circa il *risk oversight* durante il processo annuale di autovalutazione.

Per quanto concerne il *timing* della *disclosure*, essa deve essere effettuata almeno annualmente, in concomitanza ad una regolare e compiuta informativa di carattere finanziario. Il *board* dovrebbe rilasciare un'apposita attestazione agli investitori ed al mercato nella quale siano presenti tutte le informazioni relative alle procedure adottate per il controllo dei rischi, ma anche il modo in cui la gestione del rischio viene integrata nel processo di pianificazione strategica. Ciò dovrebbe realizzarsi in un prospetto autonomo e separato da qualsiasi altro documento emesso dall'impresa al fine di facilitarne la riconoscibilità e di sottolinearne la rilevanza al mercato. Il livello di comunicazione dei rischi dovrebbe essere inoltre coerente con le dimensioni e la complessità della società.

Un elemento di estrema rilevanza nella comunicazione del rischio riguarda la struttura organizzativa: agli investitori dovrebbe essere spiegato quali sono gli aspetti della struttura di *governance* aziendale sotto la diretta responsabilità del CdA e quali siano oggetto di delega decisionale, al fine di delimitare il perimetro di azione del *board* e di individuare il perimetro dell'attività di supervisione e non di gestione diretta. Dovrebbe inoltre essere illustrato il funzionamento ed il ruolo del comitato rischi in seno all'organo amministrativo, le competenze professionali presenti al suo interno, il livello di specializzazione, le responsabilità ad esso associate. Insomma, tutte le informazioni utili che permettano di comprendere se questo apporta un effettivo contributo al governo del rischio. Il processo di *risk reporting* dovrebbe inoltre descrivere l'approccio dell'azienda al rischio, con particolare riferimento all'attuale contesto competitivo, frutto di specifiche scelte strategiche. A tal fine è utile indicare i parametri che vengono utilizzati per determinare la *risk tolerance* ed il *risk appetite* e la frequenza con cui questi vengono ridiscussi ed eventualmente ricalibrati. Qualora intervenissero modifiche rilevanti all'interno del contesto operativo, tali da rendere indispensabile una rimodulazione delle strategie ed una rivalutazione dei rischi, questi devono essere comunicati. Per quanto concerne il processo di gestione del rischio, dovrebbero essere illustrate le modalità di controllo del rischio e le scelte effettuate in termini di resilienza e degli altri approcci ritenuti più indicati per la corretta gestione. Il *board* dovrebbe spiegare agli investitori se ed in quale maniera abbia provveduto ad esaminare, affrontare ed approvare le informazioni provenienti dal *management* sulla gestione e come esse siano coerenti con il *risk appetite* e con la strategia di gestione dei rischi. Il *risk oversight* ha carattere continuativo. E' infatti definibile come un processo *on going*: è per questa ragione che il *board* dovrebbe rivelare le minacce emerse nel corso dell'esercizio e le eventuali contromisure adottate per mitigare gli effetti dannosi associati agli eventi negativi. Infine, dovrebbero essere divulgate le procedure adottate per salvaguardare l'impresa dai maggiori rischi economici e sistemici che mettono a repentaglio sia la capacità di raggiungere gli obiettivi, ma anche l'integrità del patrimonio aziendale, senza dimenticare le sfide associate ai rischi multipli. Anche la remunerazione è un aspetto di non poco conto nella gestione del rischio. Essa deve essere costruita in maniera tale che soprattutto la parte variabile, sia allineata con il profilo di rischio della società. *Last but not least*, assumono rilevanza specifica le competenze sviluppate dai membri del *board* proprio in relazione alla gestione del rischio. Tale elemento rientra fra le informazioni da fornire in merito alla composizione qualitativa dell'organo di amministrazione<sup>216</sup>.

---

216 cfr. ICGN, *Guidance on Corporate Risk Oversight*, terza edizione, 2015, documento disponibile al link: [https://www.icgn.org/sites/default/files/ICGN%20Corp%20Risk%20Oversightweb\\_0.pdf](https://www.icgn.org/sites/default/files/ICGN%20Corp%20Risk%20Oversightweb_0.pdf).



## CAPITOLO 4: I LIMITI DELL'ATTUALE ASSETTO DEI CONTROLLI

Sommario: 4.1. L'incompiuto processo di riforma delle società di capitali. 4.1.1. Il mancato raggiungimento degli obiettivi del D.Lgs. 6/2003 in relazione alla diffusione dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo. 4.1.2. Breve confronto tra dualistico e tradizionale. 4.1.3. Breve confronto tra monistico e tradizionale. 4.2. La sovrapposizione degli attori del controllo. 4.2.1. La sovrapposizione in merito all'assetto amministrativo contabile. 4.2.2. La sovrapposizione tra Collegio Sindacale e Organismo di Vigilanza. 4.2.3. La sovrapposizione tra Comitato Controllo e Rischi e Collegio Sindacale: un problema superato? 4.3. Dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria. 4.3.1. La mancanza di norme primarie in materia di funzioni e competenze del CdA della società quotata. 4.3.2. Gli amministratori indipendenti: una panacea contro tutti i mali? 4.4. La necessità di snellimento e il conseguente riordino dei ruoli e delle competenze. 4.4.1. La confusione metodologica in materia di controlli e di impresa. 4.4.2. Alcune proposte di riforma.

### 4.1. L'incompiuto processo di riforma delle società di capitali

La disciplina italiana della *governance* delle società per azioni è rimasta sostanzialmente immutata per più di sessanta anni, vale a dire dal 1942 agli anni 2003-2005. Infatti né la mini-riforma delle società realizzata mediante la L. 216/1974 né la versione originaria del T.U.F., che pur disciplinava il funzionamento del Collegio Sindacale, hanno dedicato norme relative alle funzioni e alla struttura dell'organo di gestione<sup>217</sup>. Il legislatore del 1942 nel realizzare l'unificazione tra il codice civile e il codice di commercio, avvertì come il dato economico di riferimento della normativa che ancora oggi per tradizione chiamiamo "commerciale", stava subendo uno spostamento, dal commercio in senso stretto all'industria. A dimostrazione della comprensione delle rinnovate dinamiche imprenditoriali, l'impresa è stata posta al centro della normativa, in luogo dell'atto di commercio. Parallelamente il fenomeno societario fu costruito come forma di esercizio collettivo dell'impresa, segnando una rottura rispetto alla tradizione romanistica e civilistica. Per le società di capitali, ovvero le imprese in cui la struttura organizzativa fa pieno affidamento sulla dinamica patrimoniale e sulla limitazione di responsabilità, il sistema del codice civile del 1942 si basò su tre modelli giuridici distinti: la società per azioni, la società a responsabilità limitata e la società in accomandita. Tralasciando la società in accomandita che trova in concreto una marginale applicazione, l'intento del legislatore era quello di predisporre due modelli societari, in cui il primo si proponeva di rispondere alle esigenze della grande impresa ed il secondo a quelle delle organizzazioni di minore entità, ma in cui vi era comunque

---

<sup>217</sup> cfr. Gasparri G., *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate, Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Quaderni giuridici Consob, 2013, p. 9.

l'interesse a limitare responsabilità e rischi unicamente al patrimonio investito nell'attività imprenditoriale. I propositi del legislatore non hanno trovato riscontro pratico per una pluralità di ragioni, fra le quali: il venir meno del significato economico del capitale minimo, la circostanza che la disciplina della società a responsabilità fu modellata in gran parte su quella della SpA, il venir meno della possibilità di emettere azioni al portatore. La riforma Vietti (D.Lgs. 6/2003) si proponeva di rispondere a queste e ad altre problematiche non più eludibili, le quali rendevano le disposizioni civilistiche inadeguate rispetto alla realtà del tessuto economico imprenditoriale del Paese<sup>218</sup>. Ad onore del vero, prima della riforma del 2003 il legislatore è intervenuto sul funzionamento della società per azioni quotata attraverso il T.U.F.: come anticipato sopra, nella sua formulazione originaria, non ha dato indicazioni in merito all'organo di gestione. Le ragioni tecniche del mancato intervento normativo su quello che è lo snodo centrale della *corporate governance* sono da individuare nella formulazione della delega parlamentare, con la quale venne incaricato il Governo di riformare la disciplina delle società quotate. Essa prevedeva infatti di intervenire “*con particolare riferimento ai poteri delle minoranze e del collegio sindacale, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza*”. La scelta è la dimostrazione evidente di come all'epoca dei fatti il dibattito giuridico vertesse sostanzialmente sulla ricerca di strumenti di presidio delle minoranze azionarie<sup>219</sup>, tralasciandosi la necessità di tutelare la correttezza gestoria nella sua globalità, attraverso adeguati meccanismi di governo. Per comprendere chiaramente l'inadeguatezza del contesto normativo è necessario analizzare lo scenario dell'economia italiana pre-riforma: per tutti gli anni Novanta abbiamo assistito ad un tasso di crescita dell'*output* potenziale inferiore di un punto percentuale rispetto ai valori raggiunti dai più importanti paesi industrializzati del mondo. Un simile divario non era attribuibile ad un deficit di competitività derivante da un calo della produttività dei fattori produttivi. Esso piuttosto era ascrivibile ad una contrazione degli investimenti: confrontando il contributo dell'accumulazione del capitale alla crescita del PIL del nostro paese con quello degli altri paesi europei, se ne riscontrava una diminuzione in maniera più marcata, in special modo durante il decennio anteriore alla riforma. L'interpretazione sistemica dei dati suggerisce che c'è stata una scarsa propensione ad investire da parte delle imprese, ma anche una insufficiente capacità di affrontare rischi ed opportunità associate al processo di unificazione monetaria avviato nei primi anni Novanta del secolo scorso.

---

218 cfr. Vietti M., *La riforma del diritto societario: lavori preparatori, testi e materiali*, Giuffrè Editore, 2006, pp. 394-395.

219 cfr. AA.VV., *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate, Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Quaderni giuridici Consob, p. 9, documento disponibile al link: <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg7.pdf/ffff838f-c6c5-4d2c-a53e-f432a5bef738>.

L'obiettivo di muovere verso una riforma che tutelando i diritti dei terzi favorisse l'imprenditorialità, è confortato dall'analisi economica che mostra come nel periodo a ridosso della riforma, il maggior contributo alla (a dire il vero modesta) crescita economica fosse imputabile a ciò che nel gergo tecnico-economico è definito "residuo". Con il termine ci riferiamo ad elementi quali: il miglioramento qualitativo delle risorse, le nuove tecniche organizzative-aziendali e il progresso tecnico, ovvero la tecnologia. Questi fattori sono innegabilmente sintomatici delle capacità imprenditoriali e della vivacità di un sistema Paese. Il "residuo" ha contribuito negli anni Novanta a generare l'80% della crescita del nostro Paese, valore in linea se non maggiore a quello degli altri Paesi: Germania 80%, Francia e UK 60%, USA 90%. L'importanza di questi elementi è senza ombra di dubbio destinata ad aumentare nei prossimi anni, sulla spinta del processo di globalizzazione: l'affermazione di internet e la rivoluzione tecnologico-comunicativa ci fanno parlare dell'*internet of everything*. Il supporto all'imprenditorialità e alla capacità di innovare è un fattore chiave di un sistema Paese che ha bisogno, per sopravvivere, di confrontarsi con il resto del mondo e di affermare quanto di buono esso è in grado di proporre. Va da sé che l'attenzione deve necessariamente porsi anche sugli schemi organizzativi e sulla possibilità di conciliare la reale struttura economica dell'impresa con quanto messo a disposizione in termini di articolazione e configurabilità giuridica da parte del *regulator*. L'introduzione nel 1998 del sopracitato T.U.F., nonostante non sia intervenuto su tutti gli elementi della *governance* aziendale, ha segnato un periodo storico contraddistinto dal c.d. scalino normativo, tanto da spingere una parte della dottrina a ritenere che le società quotate costituissero un archetipo autonomo e separato rispetto alle società per azioni "chiuse". In realtà le società quotate, secondo l'opinione di Montalenti, hanno svolto il ruolo di laboratorio del diritto comune: per ridurre il disallineamento creatosi tra società "aperte" al mercato dei capitali e società "chiuse", la riforma del 2003 ha infatti individuato una disciplina di base per tutte le società per azioni, sulle quali vanno ad innestarsi disposizioni ulteriori che trovano la loro applicazione esclusivamente nel momento in cui l'impresa si apre al mercato. Il cambiamento di prospettiva ha certamente avuto il merito di smentire l'ipotesi di una separazione tra i modelli di società aperta e chiusa, ma anche di aver dato luogo ad un processo di valorizzazione dell'autonomia privata, riconoscendo la possibilità di personalizzare i meccanismi di *governance* attraverso lo statuto dell'impresa. Ovviamente per esigenze di tutela del traffico economico, l'autonomia incontra dei limiti ad opera del legislatore affinché sia garantita un'adeguata tutela degli interessi dei terzi e dei creditori.

Nel momento in cui l'impresa decide di aprirsi al mercato dei capitali, l'autonomia statutaria viene fortemente ridimensionata: in questa fattispecie l'interesse dei terzi e degli investitori si intensifica<sup>220</sup>. E' proprio quest ultimo ad essere ritenuto particolarmente meritevole di tutela dal nostro ordinamento giuridico: il risparmio affonda le radici della propria tutela nell'articolo 47 della Costituzione. Tra i principi ispiratori della riforma del diritto societario del 2003 vanno annoverati quello di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali; quello di valorizzare il carattere imprenditoriale delle società e definire in modo chiaro e preciso i compiti e le responsabilità degli organi sociali; semplificare la disciplina delle società; quello di ampliare l'autonomia statutaria e adeguare la disciplina dei modelli societari alle esigenze delle imprese; quello infine di disciplinare i gruppi societari secondo i principi di trasparenza<sup>221</sup>. Il quadro normativo introdotto per le SpA è decisamente articolato e complesso. Gli interventi di riforma hanno toccato in particolare quattro ambiti della vita aziendale: le modalità di costituzione delle società per azioni (oggi realizzabile anche per atto unilaterale); la previsione di nuovi strumenti di finanziamento alternativi a quelli classici (come ad esempio i patrimoni destinati); la previsione di ulteriori forme dei sistemi di amministrazione e controllo ed infine maggiori possibilità di esercitare il diritto di recesso da parte dei soci. Come si legge nell'ambito della Relazione alla Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, *“la principale innovazione consiste nella possibilità di scegliere - oltre al modello tradizionale di amministrazione e di controllo che si applica in mancanza di diversa scelta statutaria - due ulteriori modelli di amministrazione e controllo, precisamente il sistema dualistico e quello monistico”*.<sup>222</sup> Coerentemente con i principi generali della legge delega dunque, il legislatore ha ampliato il novero dei modelli di organizzazione e controllo delle società per azioni, seppur all'interno di un perimetro ritenuto tassativo, con l'obiettivo di dare alle imprese soluzioni organizzative più flessibili. Lo spazio dell'autonomia statutaria è certamente aumentato, ferma restando la previsione di presidi di controllo ineludibili, posti a tutela degli interessi dei creditori e del pubblico dei risparmiatori<sup>223</sup>.

---

220 cfr. Vietti M., *La riforma del diritto societario: lavori preparatori, testi e materiali*, Giuffrè Editore, 2006, pp. 395-406.

221 cfr. <http://www.bankpedia.org/index.php/it/125-italian/r/22135-riforma-vietti>.

222 cfr. Tuttocamere, *Relazione al D.Lgs. 6/2003*, documento disponibile al link: [http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS\\_RELAZIONE\\_Cod\\_Civ.pdf](http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS_RELAZIONE_Cod_Civ.pdf).

223 cfr. Vietti M., *La riforma del diritto societario: lavori preparatori, testi e materiali*, Giuffrè Editore, 2006, p. 410.

Nel modello tradizionale l'amministrazione è affidata ad un Consiglio di Amministrazione ed il controllo al Collegio Sindacale, entrambi di nomina assembleare. La logica alla base del modello è quella di avere un organo di governo che agisce per la proprietà, mentre vi è un organo di controllo che deve vigilare sull'operato dell'organo di governo al fine di tutelare, oltre alla società nel suo *complexu*, i soci, tanto espressione del soggetto economico che della minoranza. Il sistema monistico, di matrice anglosassone, prevede che l'assemblea nomini gli amministratori, a cui è affidata la gestione operativa della società; questi ultimi nominano il comitato di controllo sulla gestione. La peculiarità del modello risiede nell'unico organo di nomina assembleare al quale spettano simultaneamente compiti di gestione e controllo. Tale commistione tra gestione e controllo lascia dubbi in merito alla reale operatività dell'assetto di governo. La fallacità di tale modello di governo è in re ipsa. E' chiaro che la limitatezza del controllo gestionale ed il rischio di una minore imparzialità possono essere superati soltanto da chi è chiamato a rivestire i diversi ruoli. Il sistema dualistico prevede che l'organo di controllo sia di nomina assembleare, mentre quello di gestione sia nominato direttamente dall'organo di controllo. La distribuzione delle competenze tra i due organi risponde alla necessità di limitare le ingerenze della proprietà nella gestione aziendale, ma anche e soprattutto per identificare nel Consiglio di Sorveglianza l'organo deputato a comporre, preventivamente, interessi diversi e non di rado contrapposti, al fine di agevolare il compito gestorio del Consiglio di Gestione. La scelta del modello di governance deve tenere conto dell'esigenza dell'impresa di garantirsi quel controllo che si traduce in:

- trasparenza gestionale;
- trasparenza dei valori patrimoniali, economici e finanziari;
- trasparenza nei rapporti con l'ambiente esterno ed interno;
- trasparenza rispetto ai finanziatori e agli investitori (attuali e potenziali)
- trasparenza rispetto alla Pubblica Amministrazione.

In questo senso il controllo diviene un valore aggiunto per l'impresa. Mi sembra ovvio che il controllo debba essere svolto in maniera efficace: non si può invocare il controllo e poi fare in modo che lo stesso sia inefficace, o perché si traduce in un mero slogan senza conseguenze, o perché viene svolto in maniera ipertrofica. Un ulteriore elemento non trascurabile è costituito dall'esigenza di conciliare il controllo e la gestione, nelle diverse modalità che discendono dal modello di *governance* adottato dall'impresa. I modelli di governance devono tenere conto delle esigenze dell'impresa, devono essere calati sulla realtà della stessa. Quando l'azienda sceglie l'abito giuridico di cui vestirsi, nonché l'assetto di governo più adeguato, compie una scelta strategica importante. Il modello di governance rappresenta infatti un elemento cruciale per la composizione dei molteplici interessi degli

stakeholders e non da ultimo per consentire all'azienda di competere efficacemente sul mercato<sup>224</sup>. A distanza di più di dieci anni dalla riforma è lecito pensare che l'obiettivo sia stato mancato: l'assenza di norme ad hoc, compensata da un elevato ricorso alla tecnica del rinvio normativo, ha decretato una scarsa applicazione pratica dei modelli alternativi (dualistico e monistico) a quello tradizionale.

#### 4.1.1. Il mancato raggiungimento degli obiettivi del D.Lgs. 6/2003 in relazione alla diffusione dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo

Il legislatore del 2003 ha offerto alle imprese la possibilità di optare fra tre diversi modelli organizzativi, ciò anche al fine di assicurare ad esse ed al sistema Paese, una maggiore riconoscibilità a livello internazionale, considerando che il *one tier* e il *two tier* sono pressochè gli unici modelli di amministrazione e controllo diffusi nel mondo. Tuttavia a oltre dieci anni dall'intervento di riforma gli obiettivi di semplificazione della disciplina, di ampliamento dell'autonomia privata e di adeguamento dei modelli societari alle esigenze delle imprese sono ancora ben lontani dall'essere raggiunti. Dando uno sguardo ai dati relativi al numero di imprese che hanno adottato i sistemi di amministrazione e controllo "alternativi", è evidente come in Italia il loro utilizzo, a partire dall'anno di introduzione, sia stato davvero molto limitato, in special modo negli emittenti quotati, ma anche nelle società chiuse. Inoltre, in alcuni casi, società che avevano optato per uno dei sistemi alternativi hanno successivamente deciso di tornare sui loro passi, riadottando il modello tradizionale. Il Rapporto Consob 2014 sul governo societario delle società quotate evidenzia come gli emittenti prediligano quasi all'unanimità il sistema di amministrazione e controllo tradizionale. Su un campione di 244 società quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana, 237 imprese, pari a circa il 97% del campione, adottano il modello tradizionale, mentre soltanto 7 adottano sistemi alternativi di *governance*. Il monistico è stato scelto soltanto da 2 di esse mentre sono state 5 ad adottare il dualistico. Numeri che significano in termini percentuali, rispettivamente l'1% e il 2% del totale. L'Osservatorio sul diritto societario della Camera di Commercio di Milano ci fornisce invece i dati relativi alla diffusione dei diversi modelli organizzativi tra le società chiuse. Alla fine del 2006, su un totale di 60.631 società per azioni, solo 196 di esse avevano adottato il sistema monistico, mentre soltanto 119 il sistema dualistico. Nel 2013 i dati si sono ulteriormente contratti (in termini assoluti): su un campione di società per azioni sceso a 48.033 unità, 180 di esse hanno optato per il monistico e 119 per il dualistico. La ridottissima adozione in Italia dei modelli "alternativi" di amministrazione e controllo è peraltro riconducibile ad un insieme di cause.

---

224 cfr. Bianchi M.T., in *Nuove tendenze della governance societaria dopo la riforma Vietti*, Giuffrè Editore, 2014, pp. 52-61.

Tra esse certamente figura una certa riluttanza da parte degli imprenditori verso i nuovi modelli: essi sembrano preferire un atteggiamento prudentiale, in attesa che siano opportunamente sperimentati e testati (da qualcun altro)<sup>225</sup>. Possiamo quindi parlare di una scarsa propensione al cambiamento tipica della classe dirigente del nostro Paese. Le resistenze al cambiamento sono peraltro in qualche modo comprensibili dal punto di vista teorico-concettuale: le teorie del cambiamento studiate in economia evidenziano come nei processi di transizione siano sempre presenti forze di opposizione. Quindi non deve stupire il fatto che anche nei confronti delle novità sancite dalla riforma del diritto societario siano state incontrate tali resistenze. Fortunatamente il cambiamento è un qualcosa a cui non ci si può opporre (Schumpeter al proposito diceva: “*il progresso è un’onda di distruzione creatrice. E’ un’onda a cui non ci si può opporre, è come cercare di fermare la marea con le mani*”<sup>226</sup>). Fra le cause della scarsa diffusione dei modelli non ha avuto un ruolo soltanto la resistenza al cambiamento, ma anche lacune conoscitive, le quali secondo parte della dottrina hanno determinato fraintendimenti nell’impiego degli stessi modelli. Dai Tavoli di consultazione in materia di concorrenza tra sistemi e regole di vigilanza e semplificazione regolamentare promossi nel 2011 dalla Consob, emerge tuttavia la motivazione principale dell’insuccesso dei modelli alternativi di amministrazione e controllo: la mancanza di un corpus normativo autonomo e ben articolato di disposizioni. Sia il codice civile che il Testo Unico dell’Intermediazione Finanziaria, nelle rispettive sezioni dedicate all’amministrazione e al controllo, fanno sovente ricorso alla tecnica normativa del rinvio (in quanto compatibile) al sistema di tipo tradizionale, sancendo l’appiattimento dei modelli sull’archetipo del tradizionale. Aver appiattito tali alternative sul modello basato sull’asse CdA-Collegio Sindacale sminuisce gli effetti della riforma e rende il compito di colui il quale si propone di ricostruire e interpretare l’insieme delle norme dedicate ai modelli in parola particolarmente difficile e incerto. Le disposizioni in merito alle competenze dell’organo di amministrazione e controllo di entrambi i modelli sono scarse e necessitano di una interpretazione sistematica. Anche la normativa autoregolamentare rappresentata dal Codice di Autodisciplina delle società quotate, in considerazione della scarsa applicazione che hanno trovato tali sistemi di amministrazione e controllo, detta poche indicazioni in merito alle pratiche di *corporate governance* che tali emittenti sono tenuti rispettare.

---

225 cfr. AA.VV., *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate, Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Quaderni giuridici Consob, pp. 20-22, documento integrale disponibile all’indirizzo: <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg7.pdf/ffff838f-c6c5-4d2c-a53e-f432a5bef738>.

226 cfr. Danov A., *La riforma del diritto societario. Il parere dei tecnici tre anni dopo*, Giuffrè Editore, 2007, pp. 9-10.

L'Articolo 10 del citato Codice ed i relativi Criteri applicativi suggeriscono alle società di attenersi, in linea generale, al seguente suggerimento: “*le raccomandazioni che fanno riferimento agli amministratori nel modello tradizionale si applicano ai membri del consiglio di gestione (dualistico) e di amministrazione (monistico), e quelle che fanno riferimento ai sindaci si applicano ai membri del consiglio di sorveglianza (dualistico) e del comitato per il controllo sulla gestione (monistico)*”<sup>227</sup>. E' opinione diffusa in dottrina che la definizione di norme totalmente indipendenti contribuirebbe a rendere sensibilmente più chiaro e stabile il quadro regolatorio, rendendo inoltre più agevole ed effettiva la libertà di scegliere il modello più confacente alle esigenze sociali, eventualmente aggiustando i meccanismi di governo in funzione degli assetti societari<sup>228</sup>. Il tema dell'amministrazione e del controllo è tutt'altro che di poco conto, soprattutto avendo riguardo alla competitività e alla comparabilità del sistema Paese. All'interno di un campione composto da 40 Paesi, fra cui i membri dell'OCSE e Argentina, Brasile, Cina, Hong Kong, Indonesia, Arabia Saudita e Singapore, i quali rappresentano nel loro insieme il 66% del PIL mondiale, ben 20 di essi (40% del PIL mondiale) hanno come sistema di default il monistico. I Paesi che invece hanno optato per il dualistico sono 7 (16% del PIL mondiale). Sono infine 13 i Paesi in cui si rinviene una maggiore flessibilità, avendo essi riconosciuto alle imprese la possibilità di scegliere il modello ritenuto da esse più congruo. I modelli *one tier* e *two tier* sono pressochè gli unici diffusi nelle principali economie mondiali. Dunque il nostro paese presenta un'anomalia a livello di assetto organizzativo delle imprese, la quale si ripercuote quanto meno sulla possibilità da parte degli osservatori esterni di comprendere i meccanismi di governo delle nostre imprese. Basti pensare ad esempio alla difficoltà di spiegare ad investitori stranieri -abituati al modello monistico in cui l'organo di controllo è innestato all'interno del *board of directors*- il ruolo del Collegio Sindacale, ma anche di tradurne il significato. Questo a causa del fatto che negli emittenti nazionali è presente sia il Comitato per il Controllo Interno e la Gestione del Rischio (identificabile nella *Audit Committee* dei paesi anglosassoni), ma anche l'organo di controllo, che nel monistico coincide nuovamente con la *Audit Committee*. Da parte di Consob e Banca d'Italia è giunto a più riprese il monito di intervenire affinché aumenti il ricorso ai modelli alternativi di amministrazione e controllo più diffusi nei paesi industrializzati.

---

227 cfr. Comitato Corporate Governance, Codice di Autodisciplina, 2015, pp. 41-42, documento disponibile al link: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/codice2015.pdf>.

228 cfr. AA.VV., *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate, Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Quaderni giuridici Consob, pp. Abstract-23, documento disponibile al link: <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg7.pdf/ffff838f-c6c5-4d2c-a53e-f432a5bef738>.

In questo senso è auspicabile un intervento più deciso da parte del legislatore che abbandoni l'idea che affinché un comportamento virtuoso possa affermarsi, sia sufficiente fornire l'alternativa e che sia il successivo processo di aggiustamento economico ad affermarne la validità. Taluni sostengono che sarebbe più utile abrogare il Collegio Sindacale e quindi mantenere soltanto il monitistico ed dualistico. Un ulteriore indizio suggerisce di aumentare il ricorso ai modelli alternativi: il peso degli investitori istituzionali nel capitale delle principali società italiane è passato dal 12% del 2010 al 17% del 2014. La maggior parte di essi, secondo una ricerca condotta da "The European House Ambrosetti", sostiene che una loro maggiore diffusione consentirebbe al Paese di aumentare la sua attrattività nei confronti di investitori esteri<sup>229</sup>.

#### 4.1.2. Breve confronto tra dualistico e tradizionale

Il sistema di amministrazione e controllo dualistico affonda le proprie radici in Olanda prima ancora che in Germania. La diffusione del modello è strettamente correlata alla sua capacità di realizzare una mediazione tra l'esigenza di rappresentatività della forza lavoro nel governo societario e la necessità di assicurare che l'impresa venga gestita con la dovuta autonomia manageriale. Nel nostro sistema esso è contraddistinto dalla interposizione tra l'Assemblea dei soci e l'Organo di amministrazione (il Consiglio di Gestione, a cui è riservata la gestione dell'impresa), di un organo intermedio (il Consiglio di Sorveglianza), di nomina assembleare, il quale, oltre ad avere compiti di controllo vede ampliare le proprie responsabilità alla nomina e la revoca dei membri del Consiglio di Gestione, all'approvazione del bilancio di esercizio, ma anche all'approvazione dei piani industriali e dei piani strategici predisposti dall'Organo amministrativo. Si tratta dunque di un complesso di attribuzioni le quali vanno oltre la mera attività di controllo e che sono riassumibili nell'espressione indirizzo e controllo<sup>230</sup>. Una prima ed immediata differenza tra il sistema dualistico e quello di tipo tradizionale è rinvenibile nella sottrazione alla competenza assembleare della nomina degli amministratori, ovvero dei membri del Consiglio di Gestione, la quale viene attribuita al Consiglio di Sorveglianza. Rispetto al modello tradizionale in cui prevale l'esigenza di mantenere una netta distinzione tra le funzioni di controllo e di gestione, nel sistema dualistico il trasferimento di alcune funzioni tipiche assembleari all'organo di controllo, segnatamente quelle relative all'approvazione del bilancio di esercizio e alla

---

229 cfr. De Molli V. – Visani M., *I vantaggi del modello monistico*, articolo de Il Sole 24 Ore, documento disponibile al link: <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2015-08-05/i-vantaggi-modello-monistico-063758.shtml?uuiid=ACKmu8c>.

230 cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, p. 75.

nomina e alla revoca degli amministratori, permette di realizzare un avvicinamento tra controllori e controllati, favorendo un maggior flusso informativo<sup>231</sup>. Tuttavia la riforma del 2003 aveva inizialmente previsto nei confronti dei componenti del Consiglio di Sorveglianza le medesime cause di incompatibilità previste per il Collegio Sindacale. Un simile appiattimento sull'archetipo del sistema tradizionale mal si conciliava con la fattispecie organizzativa in cui il Duale trova la sua più naturale applicazione: quella dei gruppi societari in cui l'azionista di riferimento si limita ad effettuare un'attività di verifica ed indirizzo, lasciando la gestione operativa a *manager* professionisti. D'altra parte non era prevista la possibilità da parte di soggetti che avessero un qualche tipo di relazione economico-patrimoniale con la controllante di essere membri del Consiglio di Sorveglianza. Ad una simile deviazione si è subito posto rimedio mediante il secondo intervento correttivo della riforma del diritto societario, ovvero il D.Lgs. 310/2004. Esso ha provveduto, fra l'altro, a modificare l'articolo 2409-duodecies del codice civile: il rinnovato comma 10 dedicato alle cause di incompatibilità, stabilisce ora che l'incompatibilità si realizza soltanto nel caso in cui vi sia un rapporto professionale o patrimoniale attivo con una impresa posta a valle della catena di controllo e non a monte. Ciò permette a soggetti che hanno rapporti con la capogruppo di poter far parte del Consiglio di Sorveglianza delle società controllate, poste a valle della filiera di controllo. Tale incongruenza con la migliore finalità applicativa del modello resiste ancora all'interno del T.U.F.: nelle società "aperte" non è possibile, per i soggetti che hanno rapporti di natura patrimoniale con la controllante, poter far parte del Consiglio di Sorveglianza della controllata. Ai fini di una corretta applicabilità del modello, sembra quanto mai opportuna una revisione dell'art. 148, comma 4-bis, T.U.F. che ne allinei il contenuto a quanto previsto dal corrispondente articolo del codice civile (2409-duodecies). Per una sorta di eterogenesi dei fini, il modello dualistico (almeno nelle società chiuse) è riconosciuto come un mezzo per consentire agli azionisti di maggioranza di ottenere un ruolo molto più incisivo rispetto a quello che essi otterrebbero mediante la "semplice" maggioranza assembleare, senza comunque impegnarsi direttamente nel ruolo di amministratori. L'autonomia statutaria ha il compito di individuare dettagliatamente il modo in cui instaurare una leale cooperazione tra i due organi, che consenta di istituzionalizzare un dialogo permanente<sup>232</sup>: il Consiglio di Sorveglianza esercita dunque le proprie attribuzioni facendo affidamento su un flusso informativo certamente più efficace di quello su cui può contare il Collegio Sindacale.

---

231 cfr. Trinchese G., *Sistemi di governance societaria: analisi critica di funzionalità*, Fondazione Telos, 2013, p. 4, documento disponibile al link: [http://www.fondazionetelos.it/images/file/RICERCATORI2013/Sistemi\\_di\\_governance\\_societaria\\_analisi\\_critica\\_di\\_funzionalita\\_.pdf](http://www.fondazionetelos.it/images/file/RICERCATORI2013/Sistemi_di_governance_societaria_analisi_critica_di_funzionalita_.pdf).

232 cfr. Libertini M., La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa P., Giappichelli Editore, 2015, p. 32.

Tuttavia secondo parte della dottrina è contraddistinto da una minore indipendenza rispetto al Collegio stesso, essendo chiamato a svolgere alcune funzioni che nel nostro ordinamento giuridico sono tipicamente di competenza assembleare. Il Collegio Sindacale dal canto suo, essendo un organo che svolge un'attività di controllo di legalità ex post su atti altrui, conserverebbe una maggiore indipendenza, anche se, secondo altra parte della dottrina, esso è storicamente contraddistinto da un'insincerità nel controllo. Ad ogni modo, tralasciando le questioni dottrinali, le differenze tra i due organi sono attenuate dalla tecnica del rinvio alle norme che regolano il sistema di tipo tradizionale. Una ulteriore (e di non poco conto) differenza è la disciplina della revoca dei membri del Consiglio di Sorveglianza, la quale prevede un procedimento più snello. L'articolo 2400 del codice civile stabilisce che i sindaci possano essere rimossi soltanto nel caso in cui sussista una giusta causa e che inoltre la deliberazione di revoca debba essere approvata da parte del Tribunale, sentito l'interessato. A dimostrazione del vincolo fiduciario che lega il Consiglio di Sorveglianza e l'assemblea, i membri dell'organo possono essere revocati in qualsiasi momento. Non è necessario che sussista una giusta causa, né tanto meno l'approvazione da parte del tribunale, è sufficiente il voto favorevole di almeno un quinto del capitale sociale. Per quanto concerne i requisiti di professionalità, tra i membri del Consiglio di Sorveglianza almeno uno deve essere scelto tra gli iscritti nel Registro dei revisori legali dei conti: a differenza dell'art. 2397 del c.c. in tema di Collegio Sindacale, non compare alcuna disposizione in merito alla professionalità che deve contraddistinguere il resto dei membri. Al Collegio Sindacale sembrerebbe (almeno sulla carta) richiesta una maggiore professionalità, visto che nel caso in cui i membri del Collegio Sindacale non siano iscritti in tale registro, devono essere scelti tra gli iscritti negli albi individuati con decreto da parte del Ministero della Giustizia o tra i professori universitari di ruolo, in materie economiche o giuridiche. Quanto ai rapporti con gli altri organi sociali, i componenti del Consiglio di Sorveglianza possono assistere alle adunanze del Consiglio di Gestione, ma nel caso in cui lo statuto gli abbia attribuito particolari compiti di indirizzo strategico, si ritiene che il Presidente debba astenersi dal partecipare a tali riunioni. Essi sono tenuti ad assistere anche all'assemblea dei soci, ma non sono previste decadenze nel caso in cui non partecipino senza giustificato motivo. Un'ulteriore differenza inerente alla composizione dell'organo rispetto al Collegio Sindacale, riguarda il mancato richiamo dell'articolo 2399, primo comma, lettera b) del codice civile. Il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società; nonché il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da queste controllate, della società che le controllano e di quelle sottoposte a comune controllo, possono far parte del Consiglio di Sorveglianza<sup>233</sup>.

---

233 cfr. Trinchese G., *Sistemi di governance societaria: analisi critica di funzionalità*, Fondazione Telos, 2013, pp. 4-7.

La *ratio* alla base di tale previsione è quella di favorire la distribuzione di ruoli organizzativi fra i componenti di un gruppo familiare che controlla la società<sup>234</sup>. Il modello dualistico infatti, proprio in virtù dell'interposizione attiva del consiglio di sorveglianza, in special modo nel caso in cui lo statuto ne rafforzi il potere sulla definizione delle linee strategiche, può rispondere alla finalità di avvicinare la proprietà alla gestione, recuperando un più efficace ruolo di indirizzo strategico della proprietà. Da ciò discende la possibilità di superare quella situazione, che si rinviene di frequente nelle imprese organizzate mediante il modello tradizionale, in cui la conduzione dell'impresa si concentra nelle mani di uno o più amministratori delegati, mentre l'organo di amministrazione collegiale vede sminuire il proprio compito ad un mero ratificatore di decisioni prese dagli *executives*. Partendo da una simile constatazione pratica, tralasciando le considerazioni che riguardano la "presunta" minore efficacia del controllo nel dualistico, la vera novità di tale modello sembra identificarsi nella possibilità di realizzare un forte coinvolgimento dei soci nella gestione, che si concretizza non a livello esecutivo, ma a livello di indirizzo strategico e di vigilanza sulla relativa attuazione<sup>235</sup>.

#### 4.1.3. Breve confronto tra monistico e tradizionale

Le origini del sistema di amministrazione e controllo monistico (*one-tier*) si rinvencono nell'esperienza giuridica anglosassone. Esso è il più diffuso nei paesi industrializzati e per questo in grado (se correttamente implementato) di rendere le imprese maggiormente comparabili sui mercati dei capitali internazionali. L'idea di fondo è quella di un organo amministrativo a struttura complessa in cui gli amministratori non esecutivi sono chiamati ad esercitare una penetrante supervisione sull'attività dei loro colleghi esecutivi. Il modello organizzativo ha nella sua configurazione storica una logica basata su una solida realtà organizzativa e sulla separazione tra attività di programmazione, indirizzo ed amministrazione *day by day*. Una simile segmentazione di competenze all'interno del medesimo organo rende necessaria una chiara identificazione dei poteri del Consiglio in presenza di amministratori delegati.

---

234 cfr. Libertini M., La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa P., Giappichelli Editore, 2015, p. 33.

235 cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, p. 77.

Il legislatore della riforma del 2003 non ha però avuto le idee chiare su questo punto ed ha pensato anche il sistema monistico come una semplice variante del modello tradizionale basato sul Collegio Sindacale. La tecnica del rinvio normativo ha contribuito a far sì che il sistema amministrativo fosse considerato da alcuni commentatori come un modello contraddittorio, in cui i controllati scelgono i propri controllori<sup>236</sup>. Per poterne apprezzare il funzionamento è necessario abbandonare il classico schema di funzionamento dell'organo di amministrazione, ripensando il *plenum consiliare* come controllore dell'operato dei delegati e non come ratificatore di decisioni già prese dagli *executives*. Il modello monistico è caratterizzato dall'assenza del Collegio Sindacale i cui compiti sostanziali sono assolti da parte del Comitato per il Controllo sulla Gestione, ovvero quello che in gergo anglosassone viene identificato con il termine *Audit Committee*. Come accennato sopra, il Comitato per il Controllo sulla Gestione è scelto dal Consiglio di Amministrazione: è per evitare un'insincerità del controllo che il legislatore ha individuato specifiche regole volte a garantire il rispetto di requisiti di effettiva indipendenza e professionalità. Le riserve circa l'efficienza di questo modello sono proprio ascrivibili a questo meccanismo di nomina che secondo alcuni minerebbe l'effettiva autonomia e terzietà dell'organo di controllo, in quanto creerebbe una sudditanza psicologica nei confronti del controllato, dal quale viene nominato al proprio interno. Ai sensi dell'art. 2409-octiesdecies del codice civile, il Comitato, nelle imprese che fanno appello al mercato del capitale di rischio, deve essere composto da un numero di amministratori non inferiore a tre aventi i medesimi requisiti di indipendenza previsti per il Collegio Sindacale. Il Comitato per il Controllo sulla Gestione assolve dunque i compiti che nel modello tradizionale sono di competenza del Collegio Sindacale. Tuttavia l'art. 2409-octiesdecies non annovera tra i compiti la vigilanza sul rispetto della legge e dello statuto: la mancata previsione si traduce secondo taluni in una minore ampiezza del controllo svolto da parte dell'*Audit Committee*. Un'interpretazione sistematica del quadro normativo suggerirebbe, nonostante l'omissione da parte del legislatore, di annoverare tale compito all'insieme di responsabilità dell'organo. Una simile interpretazione non sembra ipotizzabile nei confronti delle società quotate: l'art. 149 comma 4-ter del T.U.F. dedicato ai doveri dell'organo di controllo, nel dettare le disposizioni in merito al Comitato per il Controllo sulla Gestione, esclude espressamente che il Comitato in parola sia chiamato a vigilare sul rispetto della legge e dello statuto. Esso dovrebbe dunque vigilare esclusivamente sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo e del sistema di controllo interno, sull'attuazione delle regole di governo societario a cui l'emittente dichiara di aderire e sulle disposizioni impartite alle società controllate.

---

236 cfr. Libertini M., La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa P., Giappichelli Editore, 2015, pp. 42-43.

L'appartenenza di un amministratore al Comitato per il Controllo sulla Gestione ne preclude la possibilità di essere membro del Comitato Esecutivo e di ricevere qualunque tipo di delega operativa. Un'ulteriore differenza rispetto al sistema tradizionale è la qualifica dei controllori: i componenti del Comitato sono amministratori della società. Essi sono investiti di funzioni gestorie, anche se non operative, in virtù del voto deliberativo alle decisioni del Consiglio di Amministrazione di cui sono membri. Su questo punto le indicazioni che provengono dall'articolo 2409-octiesdecies del codice civile appaiono contraddittorie: da un lato il secondo comma statuisce che il Comitato è composto da amministratori, il che dovrebbe significare che i componenti partecipano *pleno jure* alle riunioni del C.d.A., dall'altro troviamo il riferimento all'articolo 2405 c.c., il quale sancisce l'obbligo di partecipazione alle adunanze del C.d.A. da parte dei membri del Collegio Sindacale<sup>237</sup>. L'obbligo di assistere alle adunanze dell'organo amministrativo non sembra avere senso, visto che i membri del Consiglio di Gestione godono già della qualifica di amministratori e vi partecipano in quanto tali. Logica conseguenza derivante dalla posizione privilegiata degli amministratori che effettuano l'attività di controllo è che questa riesca ad andare oltre il monitoraggio svolto tipicamente dal Collegio Sindacale. La partecipazione da parte dei controllori -in veste di amministratori- sia alla fase cognitiva che alla fase deliberativa, aumenta fortemente le probabilità di realizzare un effettivo controllo sulla gestione. Tuttavia tale possibilità, secondo alcuni, non è supportata da adeguati poteri che permettano al Comitato di censurare efficacemente le decisioni del CdA<sup>238</sup>. Per quanto concerne infine le disposizioni rinvenibili sul piano dell'autoregolamentazione, nonostante anch'esse ricorrano al rinvio al sistema tradizionale, ritengo opportuno menzionare un'indicazione che permette di comprendere il meccanismo di funzionamento di tale modello: la possibilità di omettere l'individuazione del Comitato per il Controllo Interno e la Gestione del Rischio, attribuendone i compiti direttamente al Comitato per il Controllo sulla Gestione.

---

237 cfr. Libertini M., La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa P., Giappichelli Editore, 2015, p. 43.

238 cfr. Trinchese G., *Sistemi di governance societaria: analisi critica di funzionalità*, Fondazione Telos, 2013, pp. 8-9, documento disponibile al link: [http://www.fondazionetelos.it/images/file/RICERCATORI2013/Sistemi\\_di\\_governance\\_societaria\\_analisi\\_critica\\_di\\_funzionalita\\_.pdf](http://www.fondazionetelos.it/images/file/RICERCATORI2013/Sistemi_di_governance_societaria_analisi_critica_di_funzionalita_.pdf).

#### 4.2. La sovrapposizione degli attori del controllo

Il codice civile nella sua formulazione originale del 1942, ha sancito un sistema di società di capitali appiattita sulla disciplina della S.p.A., monoregolamentata ma allo stesso tempo pluriuso: che si trattasse quindi di società a ristretta base sociale o sufficientemente aperta, di piccole o grandi dimensioni, la disciplina applicabile era la medesima, contraddistinta da un risicato margine di autonomia. Sul piano dei controlli il Collegio Sindacale era destinatario di un ampio e disordinato insieme di compiti e costituiva l'unico organo interno di verifica della legalità e della correttezza degli atti posti in essere da parte degli amministratori e dall'assemblea dei soci. Qualche controllo "esterno" emergeva nell'armamentario codicistico e si sostanziava nel controllo giudiziario di amministratori e sindaci ai sensi dell'ex art. 2409 c.c., ma anche nella legislazione speciale dei settori sottoposti a vigilanza prudenziale, come quello bancario e assicurativo. A più di settant'anni di distanza, il panorama si presenta molto più complesso: la disciplina ha seguito il passo dei modelli sociologici di utilizzo dell'impresa societaria, l'autonomia interna delle società ha guadagnato margini di discrezionalità cosicché oggi si può scegliere fra tre soluzioni alternative come organizzare il proprio sistema di amministrazione e controllo, ognuno dei quali caratterizzato da una differente interazione tra controllore e controllato. L'ambito delle società quotate è stato il primo nel quale si è assistito ad una rimodulazione dei controlli, dapprima con la mini riforma del 1974 che ha decretato l'obbligatorietà della revisione contabile ad opera di un organo esterno, poi con la definitiva separazione tra controllo sulla gestione e controllo contabile<sup>239</sup>. Come accennato sopra, il legislatore del 2003 ha esteso gli effetti della riforma a tutte le società di capitali, ma ha mancato l'occasione di ripensare più a fondo il sistema dei controlli nella S.p.A. Un'attenuante nei confronti del sistema Paese può riscontrarsi nel fatto che alla luce della crisi finanziaria iniziata nel 2008, il fallimento di importanti istituzioni finanziarie non rende possibile riconoscere la supremazia di efficacia di un modello organizzativo rispetto ad un altro: tutte le economie occidentali hanno dovuto fare i conti con l'insincerità del controllo, la commistione fra controllori e controllati, la disinvoltura gestionale e la scarsa considerazione dei rischi. Lo scarso approfondimento di politica legislativa inerente alla materia del controllo societario ha fatto emergere a seguito della riforma, un insieme di norme affastellate e talora anche tra loro incoerenti, le quali richiedono ampi sforzi da parte degli interpreti nel tentativo di razionalizzare il sistema e trovare un filo logico interpretativo. L'elemento comune a tutti e tre i sistemi di amministrazione e controllo delineati dal legislatore è il rapporto dicotomico che lega l'organo di amministrazione e l'organo di controllo, paradigma generale e comune.

---

<sup>239</sup> cfr. Strampelli G., *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, EGEA SpA, 2013, p. 2.

Ciò che è più evidente è peraltro la moltiplicazione degli organi e degli uffici di controllo<sup>240</sup> manifestatasi a partire dalla fine degli anni Novanta. Essa è ascrivibile ad una stratificazione normativa in cui sono stati introdotti gradualmente una serie di presidi come quelli previsti, ad esempio, dalla c.d. legge 231 del 2001 o dalla c.d. legge sul risparmio del 2005 che ha introdotto la figura del dirigente preposto alle scritture contabili. Nei confronti del sistema dei controlli così delineatosi nel corso del tempo, taluni studiosi hanno parlato di una vera e propria “Babele” concettuale e linguistica. Una simile situazione rende estremamente difficile elevare a “sistema” i molteplici e frammentari istituti introdotti dalla copiosa produzione primaria e secondaria susseguitesesi negli ultimi anni. L’opinione è generalizzata presso la maggior parte degli studiosi che si cimentano sul tema ma anche presso gli stessi operatori economici. La frammentazione della funzione di controllo nella e sulla impresa espone al rischio di una concreta deresponsabilizzazione, conseguente a sovrapposizione di compiti e a possibili atteggiamenti di “scaricabarile”: allargare la platea dei soggetti responsabili può condurre ad un risultato opposto a quello sperato, ovvero ad una deresponsabilizzazione dei singoli attori. Senza contare inoltre l’incremento dei costi necessari alle imprese per essere *compliant*, a cui non corrisponde un pari aumento di efficienza ed efficacia<sup>241</sup>. Gli interventi di riforma sui controlli societari di cui abbiamo parlato nei capitoli precedenti hanno determinato un progressivo inserimento all’interno dell’assetto organizzativo aziendale di nuove figure di controllo, con l’obiettivo di fungere da garanzia, da presidio, affinché una serie di comportamenti scorretti manifestatisi nel tempo non accadessero più in futuro. La disciplina di tali figure ed istituti è stata in alcuni casi ricalcata sulla base dell’esperienza di altri ordinamenti giuridici, senza però tenere in adeguata considerazione le peculiarità tipiche del nostro paese: oltre al coordinamento delle diverse istanze manca all’appello la capacità di contestualizzare figure nate come rimedio a fallimenti di mercato propri di altri sistemi societari e finanziari.

---

240 cfr. Libertini M., La funzione di controllo nell’organizzazione della società per azioni, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa P., Giappichelli Editore, 2015, pp. 23-24.

241 cfr. Fortunato S., *Le funzioni di controllo interno ed esterno all’impresa: valorizzazione della dialettica ed esigenze di integrazione*, relazione tenuta al Convegno su “La Corporate Governance delle imprese finanziarie”, 2008, pp. 1-2, documento disponibile al link: <http://www.academia.edu/1592229/S. Fortunato Le funzioni di controllo interno ed esterno all impresa valorizzazione della dialettica ed esigenze di integrazione>.

In altri casi gli interventi legislativi sono stati guidati da una logica di tipo emergenziale, di risposta a crisi del mercato, di settori o di singoli operatori, che ha riguardato principalmente le società quotate e quelle appartenenti ai settori regolamentati. E' mancato un disegno generale e coerente del sistema dei controlli che si andava via via delineando per effetto della stratificazione normativa<sup>242</sup>. L'argomento dei controlli delle società, in particolare di quelle quotate, è di una delicatezza tale da richiedere un approccio equilibrato, che tenga in adeguata considerazione il *trade-off* esistente tra gestione e controllo ma anche le difficoltà operative che imprese così complesse si trovano a gestire. La periodica attenzione che il legislatore ha mostrato nei confronti del tema dei controlli interni ne testimonia la posizione di vertice nella *corporate governance*. Esso ha stabilito (seppur in maniera indiretta) l'obbligo per le società quotate di dotarsi di un sistema di controllo interno: ciò si evince dalla disposizione presente nell'articolo 149, comma 1, lettera c) del T.U.F. che lo annovera tra gli aspetti sui cui il Collegio Sindacale ha il compito di vigilare. Nonostante abbiamo assistito a numerosi interventi legislativi sul tema dei controlli -taluni dei quali anche di tipo correttivo, necessari a correggere per l'appunto errori derivanti dall'insuccesso delle disposizioni- il legislatore ha omesso di fornirne una compiuta definizione. A tale lacuna ha ovviato il Codice di Autodisciplina delle Società quotate, il quale, oltre a definirlo coerentemente alle *best practice* internazionali, ne ha evidenziato la nuova concezione basata sulla nozione di rischio aziendale, chiarendo altresì che l'efficacia del Sistema di Controllo Interno è subordinata al coordinamento tra i diversi attori e all'integrazione nel generale assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società. L'attuale quadro normativo delineatosi a seguito dei numerosi interventi emergenziali rende il sistema dei controlli interni molto lontano dagli obiettivi ad esso associati dall'autoregolamentazione<sup>243</sup>. Le diverse istanze di controllo, siano esse interne o esterne all'impresa, presentano margini di interferenza e sovrapposizione che determinano l'esigenza di giungere ad un coordinamento delle diverse attività. Le funzioni di controllo senza un opportuno coordinamento risultano inefficaci. Occorre infatti un coordinatore il quale, forte delle sue competenze e capacità, sia in grado di rendere i controlli un sistema integrato e, perciò, sinergico quanto ad utilità per i vertici gestori<sup>244</sup>.

---

242 cfr. Assonime, Rapporti dei gruppi di lavoro della giunta Assonime, 2011, p. 38, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletAllegati?numero=3789>.

243 cfr. Panucci M., *I controlli interni – Sovrapposizioni e inefficienze nei controlli societari*, in Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Quaderni giuridici Consob, p. 79, documento disponibile al link: <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg9.pdf/89cb69a2-8e15-40c7-8fc6-168eeb012a5b>.

244 cfr. Bianchi M.T., in *Nuove tendenze della governance societaria dopo la riforma Vietti*, Giuffrè Editore, 2014, p. 66.

Nonostante le difficoltà sistemiche, possiamo comunque tracciare una sintetica suddivisione dei compiti inerenti il sistema dei controlli societari:

- il controllo sui rischi di infedeltà e dissipazione è oggi affidato prevalentemente a revisori dei conti esterni all'impresa che svolgono la loro attività in maniera professionale;
- il controllo sulla gestione vero e proprio è affidato a organi (Collegio Sindacale, Consiglio di Sorveglianza, Comitato per il Controllo Interno) ma anche ad uffici sociali come l'Internal Auditing;
- il controllo sulla legalità della gestione è affidato ad organi pubblici esterni, ma con una netta tendenza ad affiancare ai controlli esterni il rafforzamento dell'*internal auditing*<sup>245</sup>.

#### 4.2.1. La sovrapposizione in merito all'assetto amministrativo contabile

A breve distanza dalla riforma del 2003, il sistema dei controlli delle società per azioni con titoli quotati nei mercati regolamentati ha subito nuove e rilevanti modifiche, come detto, ad opera della c.d. legge sul risparmio, ovvero L. 262/2005. Essa rappresenta la risposta del legislatore agli scandali Cirio e Parmalat che nei primi anni 2000 hanno minato la fiducia dei risparmiatori. Mutuando alcune disposizioni presenti all'interno del *Sarbanes Oxley Act* del 2002, il provvedimento ha da un lato rafforzato i controlli esistenti, dall'altro formalizzato ulteriori presidi propri del modello statunitense. Sulla scia di quanto avvenuto in U.S.A., infatti, la legge è intervenuta con l'obiettivo di scongiurare il ripetersi di truffe contabili, incidendo sia sul processo di informativa finanziaria, ma anche sul piano della responsabilità dei soggetti effettivamente coinvolti nella predisposizione dei documenti contabili societari. Ciò ha determinato il riconoscimento giuridico di un soggetto già presente negli organigrammi aziendali, ovvero il *Chief Financial Officer*. La disciplina del dirigente preposto alle scritture contabili non ha quindi sancito l'innesto di una nuova figura aziendale, né tanto meno la nascita di un nuovo organo di controllo, quanto piuttosto la formalizzazione di un soggetto già presente nelle società strutturate come quelle quotate<sup>246</sup>. L'importazione di un modello di disciplina straniero all'interno del nostro ordinamento ha comportato senz'altro delle difficoltà di adattamento e coordinamento, le quali sono ascrivibili al fatto che nel nostro paese il dirigente preposto è posto in subordine rispetto all'organo amministrativo, ma anche dalla pluralità di figure che partecipano a vario titolo alla gestione e al controllo dell'impresa.

---

<sup>245</sup> cfr. Libertini M., La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa P., Giappichelli Editore, 2015, p. 21.

<sup>246</sup> cfr. Strampelli G., *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, EGEA SpA, 2013, pp 6-7.

Questa pluralità di soggetti porta a fenomeni di sovrapposizione tra le aree di controllo e alla duplicazione delle attività<sup>247</sup> in merito alla definizione e all'implementazione degli assetti organizzativi dell'impresa. Com'è noto, ai sensi dell'art. 2381 del codice civile, sono gli amministratori che devono curare che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa. Secondo l'articolo 154-bis comma 3 del T.U.F., il dirigente preposto alle scritture contabili è tenuto alla predisposizione di adeguate procedure amministrative e contabili per la formazione del bilancio di esercizio e, ove previsto, del bilancio consolidato nonché di ogni altra comunicazione di carattere finanziario. Tali procedure necessarie alla formazione del bilancio di esercizio finiscono inevitabilmente per influenzare la formazione del complessivo assetto organizzativo e amministrativo, in cui l'assetto contabile è elemento essenziale. Un ulteriore indice di convergenza che dimostra la concorrenza di competenze, si evince dalla lettura dell'art. 154-bis T.U.F. comma 5 lettera a), il quale sancisce l'obbligo in capo al dirigente preposto e agli organi amministratori delegati, di fornire un'apposita attestazione circa l'adeguatezza e l'effettiva applicazione delle procedure amministrative e contabili, sul cui rispetto effettivo è tenuto a vigilare il Consiglio di Amministrazione nel suo *plenum* (articolo 154-bis, comma 4, TUF). Una simile articolazione di competenze rende difficoltoso individuare i confini fra i diversi ruoli e i distinti piani di attività<sup>248</sup>. Il dato letterale della disposizione in tema di attestazione assegna al dirigente preposto un ruolo che non sembra possa considerarsi limitato alla sola fase di elaborazione dei dati che confluiscono nel bilancio. Se però il dirigente preposto interviene su tutti i profili che portano alla formazione del bilancio si pone un problema di concorrenza con l'organo di amministrazione. Il dirigente preposto è al centro di un reticolato composto da organi e figure le quali intervengono a vario titolo nelle fasi di elaborazione, produzione e verifica dei documenti contabili. Per poter ricostruire un sistema di rapporti con l'organo amministrativo che sia privo di sovrapposizioni, è necessario effettuare una suddivisione di compiti e responsabilità tra i diversi soggetti.

---

247 cfr. Benvenuto L., *Il dirigente preposto nei rapporti con gli organi sociali*, Note e Studi Assonime, 2012, p. 4, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletDocAllegati?idSelectedDocument=239824&idSelectedDocumentType=374&idSelectedAttach=240016&reserved=false>.

248 cfr. Gasparri G., *I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana ed i problemi aperti*, Quaderni Giuridici Consob, 2013, p. 82.

In estrema sintesi, gli assetti amministrativo-contabili direttamente funzionali alla produzione del bilancio vengono predisposti dal dirigente preposto, sono formalmente adottati dagli amministratori delegati e sono valutati nel merito dal Consiglio di Amministrazione. Il dirigente preposto si colloca al fianco degli organi delegati, concorrendo a definire la struttura amministrativa e contabile in maniera condivisa e non autonoma rispetto a questi ultimi. Egli non è dotato della necessaria autonomia organizzativa e disponibilità di risorse, se non soltanto in una fase successiva a quella di discussione e definizione dell'assetto. Infatti, nel caso in cui vi siano posizioni differenti sulle scelte operative riguardanti tali procedure amministrative e contabili, la posizione di subordinazione del dirigente preposto rispetto agli organi delegati fa sì che prevalgano le scelte di questi ultimi<sup>249</sup>.

#### 4.2.2. La sovrapposizione tra Collegio Sindacale e Organismo di Vigilanza

Un importante tassello del reticolo dei controlli della società per azioni è stato aggiunto dalla L. 231/2001, la quale ha sancito l'introduzione di modelli di organizzazione e gestione finalizzati a prevenire una particolare categoria di rischi aziendali, ovvero quelli associati alla commissione di reati nell'interesse o a vantaggio dell'ente, sia da parte di dipendenti che da parte dei vertici apicali dell'impresa. Affinché l'ente possa esimersi da responsabilità, oltre ad adottare tale modello organizzativo, è tenuto ad individuare un organismo interno al quale attribuire la responsabilità di vigilare sulla reale efficacia del modello in parola: l'Organismo di Vigilanza. Una simile attività di vigilanza che involge l'efficacia del modello organizzativo porta con sé dei rischi di sovrapposizione tra l'OdV e gli altri soggetti che hanno compiti di vigilanza, in special modo il Collegio Sindacale. Il legislatore ha ommesso di fornire indicazioni in merito alle modalità di coordinamento necessarie ad evitare che vi siano intralci nello svolgimento dei compiti spettanti ai diversi organi di controllo, così come non ha dato indicazioni in merito alle modalità di implementazione di flussi informativi che (in entrata e in uscita) permettano di realizzare una sinergia con il Collegio Sindacale, ma anche con il Comitato Controllo e Rischi, la Società di revisione, il *risk manager* e la funzione *Internal Audit*. È intuibile che in presenza di una scarsa disciplina si possano verificare sovrapposizioni tra i diversi soggetti nel presidiare le stesse aree di rischio e nello svolgere attività di verifica sulle stesse operazioni aziendali. La sovrapposizione delle attività comporta un aumento dei costi, un utilizzo inefficiente delle risorse, ma ha anche l'effetto di deresponsabilizzare i controllori.

---

<sup>249</sup> cfr. Benvenuto L., *Il dirigente preposto nei rapporti con gli organi sociali*, Note e Studi Assonime, 2012, pp. 11-12, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletDocAllegati?idSelectedDocument=239824&idSelectedDocumentType=374&idSelectedAttach=240016&reserved=false>.

Il sopracitato decreto ha certamente contribuito ad allargare la zona grigia dei controlli societari in cui possono manifestarsi sovrapposizioni o comunque instaurarsi delle relazioni particolarmente delicate tra i diversi organi di controllo. La Legge di Stabilità del 2012 (Legge 183/2011), emanata al fine di introdurre misure dirette a diminuire il carico di oneri e degli adempimenti amministrativi che gravano sulle imprese, attraverso l'articolo 14, comma 12, ha introdotto la possibilità per il Collegio Sindacale di svolgere anche i compiti dell'Organismo di Vigilanza. La novella ha anche il merito di intervenire sulla controversa questione circa l'incompatibilità tra la posizione di sindaco e membro dell'Organismo. Il novellato comma 4-bis dell'art. 6 del D.Lgs. 231/ 2001 dispone ora che nelle società di capitali, l'organo di controllo istituzionale ovvero il Collegio Sindacale, il Consiglio di Sorveglianza e il Comitato per il Controllo sulla Gestione, possono svolgere le funzioni dell'OdV. Esaminando il testo legislativo emerge come quella dell'impresa sia una facoltà e non un obbligo: ciò determina la possibilità di scegliere se continuare a mantenere la dualità del sistema di controllo o meno<sup>250</sup>. La sovrapposizione tra la figura del Collegio Sindacale (o Consiglio di Sorveglianza o Comitato per il Controllo interno, a seconda del modello di organizzazione e controllo dell'impresa) e l'Organismo di Vigilanza si configura oggi in termini di facoltà di scelta puramente discrezionale a disposizione delle imprese. A fondamento della disposizione vi è certamente la volontà di alleggerire i costi delle imprese. La ricostruzione della disciplina dell'OdV, a causa della esigua normativa è affidata alla giurisprudenza, alla dottrina e alle linee guida elaborate da parte delle associazioni di categoria: dalle linee guida stilate da Abi e Confindustria concernenti le competenze attribuite all'OdV, emerge come esse non siano altro che un sotto insieme dei più ampi e generali doveri di vigilanza che incombono sul Collegio Sindacale. Occorre tuttavia valutare con ponderazione la possibilità di attribuire le competenze dell'OdV al Collegio Sindacale. Tale possibilità deve essere vagliata alla luce della complessità e della numerosità dei modelli organizzativi adottati dalla società, ma anche dalla convenienza di attribuire le funzioni a soggetti esterni all'ente. Per quanto concerne il primo fattore, a causa dell'ampliamento delle fattispecie di reato per le quali le imprese possono essere chiamate a rispondere (si pensi anche al D.Lgs. 231/2007 in materia di antiriciclaggio di denaro e lotta al finanziamento al terrorismo) potrebbe risultare opportuno adottare più di un modello di organizzazione e gestione, ciascuno dei quali posto a presidio di una specifica categoria di reato, compensando in tale maniera l'elevata discrezionalità di cui dispongono i giudici penali nella valutazione dell'adeguatezza dei modelli. Per quanto concerne invece il secondo aspetto, ovvero la valutazione di convenienza circa l'individuazione di un OdV composto da soggetti esterni, è opportuno considerare l'ordinanza GIP del Tribunale di Roma del 4 Aprile 2003, la quale ha

---

250 cfr. Pesenato A., *OdV, Revisore Legale, Collegio Sindacale: attori di un sistema integrato di controlli*, in *Amministrazione e Finanza*, 12/2012, p. 25.

sottolineato l'importanza della composizione dell'OdV da parte di soggetti esterni. Soltanto in tale maniera essi non sono depositari di compiti di natura operativa all'interno dell'ente tali da minarne la serenità del giudizio, ma anche l'autonomia dei poteri d'iniziativa e di controllo. Non a caso l'art. 6 del D.Lgs. 231/2001 stabilisce che affinché l'impresa possa esimersi da responsabilità, debba essere istituito un organismo che sia dotato di autonomi poteri di iniziativa e di controllo<sup>251</sup>. L'ipotesi di una coincidenza tra Organismo di Vigilanza ex. 231/2001 e Collegio Sindacale non trova riscontro favorevole in parte della dottrina, ciò a causa: 1) della continuità di azione che deve caratterizzare l'OdV in qualità di organo interno all'ente, caratteristica di cui mancherebbe il Collegio Sindacale in ragione della periodicità dello svolgimento delle verifiche fissata dall'art. 2404 comma 1 c.c. (almeno ogni novanta giorni) ma anche per quanto si riscontra nella prassi operativa, in riferimento al numero di incarichi cumulati (anche se minori rispetto al passato); 2) dei requisiti di autonomia e indipendenza. Se è vero che anche i membri del Collegio Sindacale devono essere in possesso dei requisiti di indipendenza fissati dall'art. 2399 c.c., è altrettanto vero che il requisito dell'indipendenza potrebbe difettare in capo ai sindaci nello svolgimento dei compiti dell'organismo, proprio a causa della loro presenza nell'organo istituzionale di controllo. Abbracciando l'opinione di questa parte della dottrina contraria all'identificazione dell'OdV con il Collegio Sindacale, sembrerebbe che il maggior prezzo da pagare (nell'immediato) per poter essere *compliant* ed esimersi efficacemente da responsabilità, sia quello di continuare a tenere distinte le funzioni in luogo di un loro accorpamento. Una simile logica suggerisce di tentare di rafforzare relazioni complesse attraverso un forte coordinamento, non sufficiente comunque ad eliminare in toto le sovrapposizioni<sup>252</sup>.

4.2.3. La sovrapposizione tra Comitato Controllo e Rischi e Collegio Sindacale: un problema superato?

La nuova disciplina della revisione legale dei conti sancita dal D.Lgs. 39/2010 in attuazione della "nuova" VIII° direttiva dell'Unione Europea, prevede che negli enti di interesse pubblico (e dunque anche nelle società quotate nei mercati regolamentati: art. 16, comma 1, lettera a) del decreto), la vigilanza i) sul processo di informativa finanziaria, ii) sulla efficacia dei sistemi di controllo interno, di revisione interna e di gestione del rischio, iii) sulla revisione legale dei conti e iv) sull'indipendenza

---

251 cfr. Gentili G. - Tosi V., *Il collegio sindacale. Guida pratica e formulario*, Maggioli Editore, 2012, pp. 37-38.

252 cfr. Pesenato A., *OdV, Revisore Legale, Collegio Sindacale: attori di un sistema integrato di controlli*, in *Amministrazione e Finanza*, 12/2012, pp. 25-26.

del revisore legale sia svolta da parte del “Comitato per il Controllo Interno e la Revisione Contabile”. Tale Comitato si identifica, a seconda del modello di amministrazione e controllo prescelto dall’impresa, con: il Collegio Sindacale (Sistema Tradizionale), il Comitato per il Controllo Interno (Sistema Monistico) con il Consiglio di Sorveglianza (Sistema Dualistico). Ne discende che all’organo di controllo *Comitato per il Controllo Interno e la Revisione Contabile* sono stati attribuiti per legge una serie di compiti che l’autoregolamentazione già riconosceva di competenza del Comitato per il Controllo Interno, composto dunque da amministratori e interno al CdA. Nella versione del Codice di Autodisciplina del 2006 quest’ultimo era infatti chiamato, fra l’altro: a esprimere pareri sulla progettazione, realizzazione e gestione del sistema di controllo interno, a vigilare sull’efficacia del processo di revisione contabile e ad esercitare altre funzioni direttamente ed indirettamente collegate all’attività di revisione. Secondo parte della dottrina, una simile sovrapposizione mise in dubbio l’effettiva utilità del Comitato di matrice autoregolamentare, sostenendone la mera funzione di “doppione” dell’organo di controllo. In occasione della revisione del Codice di Autodisciplina del 2011, al fine di dissipare ogni dubbio in merito alla (presunta) inutilità del Comitato per il Controllo Interno, ne venne innanzitutto modificata la nomenclatura (ora Comitato Controllo e Rischi) ed in secondo luogo ne furono riformulati alcuni dei compiti. La prima modifica rispondeva all’esigenza di evitare confusioni lessicali mentre la seconda alla necessità di realizzare un miglior coordinamento tra il Comitato ed il Collegio Sindacale<sup>253</sup> (posto che a causa della scarsa diffusione dei sistemi di amministrazione alternativi, esso è giocosforza l’organo di controllo che si identifica con le disposizioni presenti nella normativa sulla revisione legale dei conti). Seppur una parte della dottrina non ha mancato di rilevare possibili aree di sovrapposizione tra i due comitati, prevale la tesi secondo la quale il Comitato di matrice autodisciplinare conserva funzione istruttoria e di supporto mentre il comitato ex. Art.19 D.Lgs. 39/2010 svolge compiti di vigilanza<sup>254</sup>. Il dibattito è un’occasione utile per rimarcare la distinzione tra l’attività di vigilanza sulla legalità dell’azione amministrativa e sull’adeguatezza degli assetti organizzativi che svolge il Collegio Sindacale e la valutazione di merito in ordine all’efficacia, all’economicità e alla convenienza che spetta invece all’organo amministrativo, il quale individua nel Comitato Controllo e Rischi quel “sottoinsieme” di amministratori in grado di garantire, attraverso un’adeguata attività istruttoria, un sostanziale miglioramento nel processo decisionale ed un’assunzione più consapevole dei rischi.

---

253 cfr. Richter M.S., Il comitato controllo e rischi, già comitato per il controllo interno, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa P., Giappichelli Editore, 2015, pp. 114-115.

254 cfr. Strampelli G., *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Egea Spa, p. 10.

Volendo effettuare una rappresentazione ideale del sistema integrato di *governance* societaria, esso può essere descritto per mezzo di due assi cartesiani, in cui i valori relativi all'asse delle ascisse simboleggiano il carattere proattivo che contraddistingue la valutazione del CdA, mentre su quello delle ordinate il Collegio Sindacale descrive il carattere conformante tipico della vigilanza sull'adeguatezza degli assetti, finalizzato a verificarne la conformità con le disposizioni di legge ed eventualmente, a reindirizzarli entro i binari della corretta amministrazione, qualora nell'esercizio dei propri compiti, i sindaci ravvisino un'inadeguatezza operativa. Si tratta di un potere-dovere di indirizzo che non sfocia mai nella valutazione del merito delle scelte organizzative, quanto piuttosto in una valutazione della razionalità e dell'effettività<sup>255</sup>. L'agire in parallelo del Comitato e del Collegio Sindacale determina un sistema non esente da critiche e certamente oneroso per le entità di minore dimensioni, benchè secondo alcuni, in grado di rappresentare una peculiarità positiva della *governance* delle imprese italiane, allorquando si instauri una collaborazione sinergica e costruttiva.

#### 4.3. Dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria

Il tema della tutela delle minoranze azionarie ha animato il dibattito giuridico in tema di società quotate sin dagli anni Cinquanta del secolo scorso, quando si dibatteva sull'inadeguatezza delle disposizioni societarie sancite dall'unificazione del codice civile, il quale non teneva in adeguata considerazione le diverse problematiche associate ad imprese costituite per fini differenti: che si trattasse di una modesta attività imprenditoriale o di una grande realtà industriale non vi erano sostanziali differenze nelle norme di riferimento. In molti si chiedevano come fosse possibile ampliare il novero degli strumenti di tutela dei risparmiatori, e dunque degli azionisti di minoranza, in maniera tale che questi fossero adeguatamente posti al riparo dal rischio che il loro investimento venisse depauperato da gestioni disinvolute. Ovviamente non tutti erano d'accordo sulla possibilità di realizzare un efficace sistema di contrappesi tra il gruppo di comando e gli azionisti terzi, o almeno, che ciò non fosse possibile senza sfociare in una eccessiva compressione dell'iniziativa economica. Il *trade-off* tra gestione e controllo nei sistemi ad azionariato concentrato si manifesta infatti nella necessità di evitare che il *management*, espressione di un ristretto numero di azionisti (se non di uno solo), segua prospettive e assuma scelte gestionali di vantaggio per tali soci, con pregiudizio per gli interessi del resto degli azionisti estranei al gruppo dominante<sup>256</sup>.

255 cfr. Abriani N., in *Corporate governance e «sistema dei controlli» nella s.p.a.*, Giappichelli Editore, 2013, pp. 110-112.

256 cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, 2013, Cedam Editore, p. 201.

In un sistema Paese come il nostro, caratterizzato da una elevata concentrazione azionaria, la tutela delle minoranze è un *ever green* del diritto societario, ma anche un elemento imprescindibile alla stessa regola del principio maggioritario. La subordinazione della minoranza alle decisioni del gruppo di controllo è il costo necessario ad assicurare il funzionamento di un'organizzazione collettiva complessa. Contemporaneamente vi è la necessità di non eccedere in una compressione dei diritti patrimoniali e corporativi delle minoranze, in quanto produrrebbe una gestione non efficace (a causa del venir meno del controllo esercitato da tali azionisti) ed un disincentivo all'investimento del risparmio. Da qui la necessità di un equilibrio tra stabilità ed efficacia dell'agire del gruppo di controllo e garanzie per chi investe capitale di rischio senza recitare un ruolo attivo nell'impresa<sup>257</sup>. E' proprio dalla necessità di giungere ad un miglioramento della tutela degli azionisti di minoranza – necessità che sfocia nella tutela di un interesse pubblico- che il legislatore è intervenuto a più riprese sulla disciplina delle società per azioni quotate: non solo integrando ed ampliando il numero dei soggetti chiamati a vario titolo a vigilare sull'impresa, ma anche rinnovando l'insieme dei poteri degli azionisti. Anche il loro atteggiamento ed il modo in cui esercitano i propri diritti (a patto che siano effettivamente interessati alla gestione aziendale) concorrono a formare il sistema di *governance* aziendale, che si ripercuote a sua volta sul sistema dei controlli: tanto più sono abili nel monitorare l'operato degli amministratori e nell'allinearne gli interessi ai propri, tanto più saranno in grado di garantirsi un'attenta e prudente gestione dell'impresa, al riparo da decisioni prive di una corretta valutazione dei rischi. La nozione di minoranza azionaria, in difetto di una definizione giuridica, è indeterminata e comprensiva di molteplici e distinte figure che comprendono: il piccolo investitore disinteressato alla vita sociale, il presenzialista, l'azionista imprenditore detentore di un pacchetto di minoranza qualificata ed infine l'investitore istituzionale<sup>258</sup>. Numerosi studiosi hanno analizzato il modo in cui la nozione di minoranza assume rilevanza sotto il profilo giuridico, analizzando la dinamica degli assetti proprietari da diversi punti di vista.

---

257 cfr. Schiattone S.S., *Soci di minoranza e strumenti di tutela nelle società per azioni quotate in borsa*, Altalex, 2004, documento disponibile al link: <http://www.altalex.com/documents/news/2004/07/21/soci-di-minoranza-e-strumenti-di-tutela-nelle-societa-per-azioni-quotate-in-borsa>.

258 cfr. Associazione nazionale enciclopedia della banca e della borsa, documento disponibile al link: <http://www.bankpedia.org/index.php/it/115-italian/m/21141-minoranze-azionarie>.

Innanzitutto è doveroso notare come il legislatore -nonostante abbia dedicato un'apposita sezione ai diritti degli azionisti e delle minoranze all'interno del T.U.F. - abbia omesso di fornirne una definizione. Evidentemente ha ritenuto sufficiente subordinare il merito della tutela (e la conseguente possibilità di attivare poteri reattivi contro decisioni dell'organo amministrativo e dell'assemblea) al rapporto tra l'entità della partecipazione ed il capitale sociale: sotto questo punto di vista la minoranza coincide a determinate percentuali, inferiori alla metà del capitale sociale. In secondo luogo è significativo osservare come, a seconda della dimensione dell'impresa, una determinata percentuale del pacchetto azionario possa assumere un'influenza completamente differente nel governo dell'impresa: nelle società di modeste dimensioni essere in possesso di una partecipazione inferiore alla metà del capitale sociale corrisponde effettivamente ad una posizione di minoranza mentre nelle realtà di grandi dimensioni, come alcune tra le società per azioni quotate sui mercati regolamentati, percentuali anche molto inferiori alla metà del capitale possono garantire all'azionista un controllo effettivo sull'impresa, posto che il resto delle partecipazioni sia diffuso tra i risparmiatori e che essi assumano un atteggiamento disinteressato alla gestione sociale, attendendosi dall'investimento azionario soltanto un adeguato dividendo. Complessivamente questi rappresentano la maggioranza del capitale sociale, ma trattandosi di una maggioranza disorganizzata, vengono considerati alla stregua di una minoranza<sup>259</sup>. Possiamo concludere come a seconda dei punti di vista, l'entità della partecipazione sociale assuma un diverso rilievo nel governo dell'impresa e negli strumenti ad essa riconosciuti dal legislatore, al fine di tutelare la posizione del socio ed il valore dell'investimento. Come accennato sopra, nella configurazione originale del T.U.F., il legislatore ha ritenuto di particolare importanza intervenire in merito ai presidi posti a tutela degli azionisti di minoranza. Le ragioni tecniche di questo tipo di intervento vanno individuate nella formulazione della legge delega (L. 52/1996) con la quale venne incaricato il Governo di riformare la disciplina delle società quotate. Essa prevedeva infatti di intervenire *“con particolare riferimento ai poteri delle minoranze e del collegio sindacale, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza”*. La scelta dimostra come all'epoca dei fatti il dibattito vertesse sostanzialmente sulla ricerca di strumenti di presidio delle minoranze azionarie<sup>260</sup>, tralasciando la necessità di tutelare la correttezza gestoria nella sua interezza con un intervento sulla disciplina dell'organo amministrativo.

---

259 cfr. Schiattone S.S., *Soci di minoranza e strumenti di tutela nelle società per azioni quotate in borsa*, Altalex, 2004, documento disponibile al link: <http://www.altalex.com/documents/news/2004/07/21/soci-di-minoranza-e-strumenti-di-tutela-nelle-societa-per-azioni-quotate-in-borsa>.

260 cfr. AA.VV., *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate, Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Quaderni giuridici Consob, p. 9, documento disponibile al link: <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg7.pdf/ffff838f-c6c5-4d2c-a53e-f432a5bef738>.

Se è vero infatti che il T.U.F. del 1998 ha avuto il merito di elevare i principi di corretta amministrazione a clausola di carattere generale di comportamento degli amministratori (in maniera indiretta, ciò si evince dall'insieme dei doveri del Collegio Sindacale stabiliti dall'art. 149), è altrettanto vero che abbiamo dovuto attendere la legge sul risparmio affinché venisse dedicata un'apposita sezione all'organo di governo, ovvero allo snodo fondamentale della *corporate governance*. Assicurare un corretto funzionamento dell'organo amministrativo significa evitare o comunque gestire comportamenti lontani da una sana e corretta gestione aziendale, come ad esempio il fatto che gli amministratori, in un'ottica di rappresentanza, siano dei meri portatori delle istanze dei singoli azionisti, oppure che l'organo collegiale si limiti a ratificare decisioni prese in separata sede. Scongiurare simili atteggiamenti permette di incidere in maniera diretta sul buon governo dell'impresa, senza doversi preoccupare continuamente dell'adeguatezza dei meccanismi di reazione ai comportamenti di *mala gestio*. I diritti di ogni azionista e quindi, tanto i poteri della maggioranza quanto quelli della minoranza, non sono infatti riconosciuti dalla legge nell'interesse della maggioranza o della minoranza, ma nell'interesse dell'intera società, ed è a questo interesse che essi debbono essere subordinati. E' l'interesse della società che deve prevalere al di sopra degli interessi antagonisti dei singoli gruppi di azionisti, ed è questo interesse che deve fungere da direttiva nell'indagine sul funzionamento dell'organo di governo<sup>261</sup>. Ma affinché ciò possa realizzarsi è necessario abbandonare il concetto di rappresentanza ed avvicinarsi a quello di rappresentatività. Come pocanzi anticipato, gli effetti della L.262/2005 sono stati quelli di aver introdotto una sezione del T.U.F. dedicata alla nomina e alla composizione dell'organo di governo: in particolare essa ha sancito la necessaria pluripersonalità dell'organo in parola delle società quotate. L'art. 147-ter T.U.F. impone infatti agli emittenti di prevedere statutariamente sistemi di elezione del C.d.A. basati sul meccanismo del voto di lista, con riserva di alcuni posti del Consiglio a soggetti tratti da liste di minoranza: un sistema dunque che implicitamente presuppone che l'organo da eleggere sia pluripersonale<sup>262</sup>. Essa è inoltre intervenuta in merito alla composizione del Consiglio, stabilendo la necessaria presenza di amministratori in possesso del requisito di indipendenza, in un numero minimo che varia in funzione del totale degli amministratori. Tuttavia queste misure, anche alla luce di quanto diversamente previsto dai più importanti paesi europei, i quali dedicano norme ad hoc all'organo amministrativo delle società quotate, non sono considerate all'unisono sufficienti per assicurare

---

261 cfr. Arcangeli A. – Ascarelli T., *Il regime delle società per azioni con particolare riguardo al voto plurimo e alla protezione delle minoranze*, in *Rivista Diritto Commerciale*, 1932, p. 166.

262 cfr. Richter M.S., *Il controllo all'interno dell'organo amministrativo*, in *Corporate governance e «sistema dei controlli» nella s.p.a.*, a cura di Tombari U., Giappichelli Editore, 2013, p. 22.

il corretto funzionamento del *board*: anche sotto questo punto di vista, parte della dottrina ritiene che il lungo processo di riforma delle società di capitali sia ancora da ultimare<sup>263</sup>.

4.3.1. La mancanza di norme primarie in materia di funzioni e competenze del CdA della società quotata

Nei confronti delle grandi società quotate nei mercati regolamentati si è da tempo affermata la prassi secondo la quale l'amministrazione non sia più di competenza del *board* ma spetti invece agli *executives*. Il ruolo del Consiglio di Amministrazione si è evoluto da un ruolo di semplice *advisory board*, verso una più specifica e coinvolgente funzione di *monitoring board*. Le funzioni di verifica e di adeguato controllo -che si sostanziano nell'implementazione di adeguati assetti organizzativi e nella oggettivizzazione dei processi (fin dove possibile)- nei confronti dell'operato degli *executives* passano in primo piano rispetto a quelle meramente consultive<sup>264</sup>. In questo rinnovato scenario gli amministratori svolgono una duplice funzione: essi sono *advisor* ma allo stesso tempo controllori degli *executives*<sup>265</sup>. La funzione di amministrazione della grande impresa quotata contempla al proprio interno un doppio livello di amministrazione: 1) un'alta amministrazione di competenza del Consiglio nel suo *plenum* che si concretizza nella definizione della strategia aziendale e nella fissazione dei relativi *risk tolerance* e *risk appetite* e 2) una gestione *day-by-day* di competenza degli organi delegati finalizzata a mettere in pratica le linee strategiche definite dal Consiglio stesso. Una simile procedimentalizzazione delle attività del *board* ci permette di scomporre in due distinte categorie le decisioni sociali<sup>262</sup>: quelle inderogabilmente di competenza del Consiglio nel suo *plenum* e quelle che possono essere legittimamente prese dai delegati in forza del mandato conferitogli, fermo restando il perimetro della delega e la possibilità da parte del Consiglio di avocarle a se in ogni momento (art. 2381 comma 3 c.c.). Parallelamente anche l'attività di controllo svolta da parte del *board* ha subito una forte evoluzione. Essa si concretizza sempre più sul piano preventivo attraverso, ad esempio, l'esame della validità e della fattibilità dei piani strategici e industriali, la valutazione dei rischi ad essi associati, e sempre meno ex post, rispetto ad atti o a comportamenti già posti in essere.

---

263 cfr. AA.VV., *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate, Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Quaderni giuridici Consob, p. 30, documento disponibile al link: <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg7.pdf/ffff838f-c6c5-4d2c-a53e-f432a5bef738>.

264 cfr. Rimini E., in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Giuffrè Editore, 2011, p. 509.

265 cfr. Macey J.R., *Promises kept, promises broken*, Princeton University Press, 2008, p. 53.

A seguito della riforma del diritto societario del 2003, amministrazione e controllo non costituiscono più due funzioni tra loro nettamente distinguibili ma rappresentano piuttosto due versanti di un unico sistema<sup>266</sup>. Un tempo caratterizzanti la struttura di tutte le società, si sono gradualmente e parzialmente unite tra loro, in quanto la funzione di supervisione strategica è divenuta sia momento di alta amministrazione, ma anche momento di controllo ex ante sulla gestione. Al contrario, la gestione operativa è sempre più appannaggio dei delegati e dei *managers* esterni al *board*<sup>266</sup>. La normativa primaria italiana, a differenza di quanto previsto nei più importanti paesi europei, non (sembra) esibire una particolare sensibilità nei confronti del funzionamento dell'organo di governo delle società quotate. Infatti nonostante gli interventi di riforma siano avvenuti a più riprese, alle volte sulla base della consapevolezza dell'inadeguatezza delle disposizioni normative (si vedano il D.Lgs. 58/1998 ed il D.Lgs. 6/2003), altre a causa di situazioni contingenti di natura emergenziale (L.262/2005), il legislatore non ha dettato specifiche disposizioni in merito all'articolazione interna, al funzionamento, alle deleghe consiliari e alla circolazione delle informazioni all'interno del Consiglio. Le uniche norme che disciplinano compiutamente il funzionamento del CdA delle società quotate sono rinvenibili nella disciplina autoregolamentare, ovvero nel Codice di Autodisciplina, per ciò che attiene ad esempio l'istituzione di comitati interni, l'esame dei piani strategici, industriali, finanziari, la definizione del livello di rischio della società. Allo stato attuale delle cose, le modalità di funzionamento del C.d.A. di una grande impresa quotata non divergono da quelle di una più piccola società per azioni, essendo esse annoverate esclusivamente all'interno della disciplina comune delle società per azioni del codice civile<sup>267</sup>. La gestione dell'impresa spetta dunque esclusivamente ed inderogabilmente agli amministratori: tale previsione, stabilita dall'articolo 2380-bis c.c., sancisce l'esclusione di ogni ingerenza da parte dell'assemblea dei soci, ma non ci dice nulla in merito al modo in cui il *board* si atteggia nella grande impresa quotata, delegando la funzione di amministrazione giornaliera per focalizzarsi su compiti di sovrintendenza della struttura organizzativa della società (*monitoring board*) e di definizione delle linee strategiche. E' allora che trova spazio elettivo il terzo comma dell'art. 2381 c.c., il quale replica seppure in maniera soltanto parziale quanto disposto in merito all'organo di governo da parte del Codice di Autodisciplina: il Consiglio è quindi chiamato a valutare sulla base delle informazioni ricevute (da qui si comprende l'importanza della predisposizione di adeguati flussi informativi) l'adeguatezza dell'assetto organizzativo,

---

266 cfr. Abriani N., L'organo di controllo, in *Corporate governance e «sistema dei controlli» nella s.p.a.*, a cura di Tombari U., Giappichelli Editore, 2013, p. 113.

267 cfr. AA.VV., *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate, Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Quaderni giuridici Consob, p. 30, documento disponibile al link: <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg7.pdf/ffff838f-c6c5-4d2c-a53e-f432a5bef738>.

amministrativo e contabile; quando elaborati esamina i piani strategici, industriali e finanziari, della società e *last but not least*, valuta il generale andamento della gestione. La scelta del legislatore di non intervenire sulla disciplina speciale contenuta nel T.U.F. in materia di funzioni e competenze del *board* è riconducibile non tanto ad una scarsa sensibilità nei confronti del tema, quanto piuttosto alla volontà di rifuggire da scelte rigide e predeterminate, lasciando l'individuazione delle soluzioni ritenute più idonee alle singole società<sup>268</sup>. Esso ha preferito piuttosto focalizzarsi su un fattore la cui mancanza pregiudica qualsiasi sforzo giuridico finalizzato ad una chiara ripartizione di competenze: il recupero della collegialità consiliare. Le disposizioni del T.U.F. cui si è accennato sopra, relativamente alle modalità di elezione degli amministratori, alla presenza di soggetti in possesso dei requisiti di indipendenza e al rispetto delle quote di genere (norma finalizzata a garantire una maggiore *board diversity*) vanno infatti lette proprio in un'ottica di recupero della collegialità consiliare, elemento propedeutico ad un sano e costruttivo dibattito in cui possono essere messe in discussione le opinioni di chiunque.

#### 4.3.2. Gli amministratori indipendenti: una panacea contro tutti i mali?

La figura degli amministratori indipendenti nasce in un contesto di mercato contraddistinto da assetti proprietari frammentati, in risposta a crisi finanziarie scoppiate negli anni Settanta in USA, le cui responsabilità sono state all'unisono attribuite allo strapotere degli amministratori esecutivi delle *corporations* e all'insufficienza del controllo esercitato dal mercato. Nel nostro ordinamento giuridico il cammino degli amministratori indipendenti incomincia più tardi: dapprima sul terreno dell'autoregolamentazione con l'introduzione del Codice di Autodisciplina nel 1999 ed in un secondo momento prosegue -in ordine sparso e con diversa geometria- nel sistema legislativo<sup>269</sup>. Il primo riconoscimento giuridico giunge infatti nel 2003 con l'introduzione del sistema monistico ad opera della riforma del diritto societario, ma è soltanto con la legge sul risparmio che la presenza di amministratori indipendenti (in un numero minimo variabile in funzione del totale dei componenti del *board*) diviene obbligatoria a prescindere dal modello di amministrazione e controllo adottato dall'emittente.

---

268 cfr. Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, Cedam Editore, 2013, pp. 119-120.

269 cfr. Marchetti P., *L'indipendenza degli amministratori*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, Assogestioni, 2006, p. 17, documento disponibile al link: [http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,140,624/assog\\_quad\\_27.pdf](http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,140,624/assog_quad_27.pdf).

La presenza di un certo numero di amministratori all'interno del *board*, privi di deleghe decisionali ed in possesso di specifici requisiti di indipendenza (dalla società, dal *management* e dagli azionisti) costituisce oramai uno standard mondiale. Il fenomeno è generalmente regolato nell'ambito dell'autodisciplina, talvolta ripreso dalle *listing rules*, altre, come in Italia, oggetto di intervento normativo, al punto tale che ad oggi coesistono due differenti nozioni di indipendenza<sup>270</sup>, una dettata dal Codice di Autodisciplina, l'altra dal T.U.F. Quest'ultima è stata frettolosamente assimilata a quella dei sindaci: una simile maniera di affrontare l'indipendenza suscita perplessità in quanto non tiene in adeguata considerazione il differente ruolo svolto dai due soggetti<sup>271</sup> ed inoltre non aiuta ad inquadrare correttamente il fenomeno nell'ambito di un sistema finanziario come quello italiano contraddistinto da assetti proprietari fortemente concentrati. Elemento comune alle coesistenti definizioni è il fatto che la qualifica di indipendente ricorre in capo ai soggetti a patto che essi non si trovino in una serie di determinate circostanze. La mancata ricorrenza delle fattispecie ritenute ostative non è tuttavia di per se sufficiente a garantire una reale indipendenza del soggetto, da intendersi come quell'atteggiamento mentale in grado di rendere l'individuo libero da qualsivoglia condizionamento. E' necessario quindi individuare un ulteriore elemento caratterizzante, che permetta di differenziare in maniera marcata il ruolo dell'indipendente rispetto alla figura del non indipendente-non esecutivo. E' allora che all'indipendenza "positiva" dell'amministratore si affianca un valore reputazionale di tipo professionale, "superiore al valore della carica"<sup>272</sup> e a quel soggetto e soltanto a quello riconducibile<sup>273</sup>. L'interrogativo di fondo che anima il dibattito sugli amministratori indipendenti verte proprio sulla loro capacità di concorrere al miglioramento del governo societario. Per dirla in altre parole: in un contesto caratterizzato da assetti proprietari fortemente concentrati, esiste una funzione specifica per gli amministratori indipendenti?

---

270 cfr. Belcredi M. – Caprio L., *Amministratori indipendenti e amministratori di minoranza: stato dell'arte e prospettive evolutive*, in Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni della Consob, Quaderni giuridici Consob, 2015, p. 20, documento disponibile al link: <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg9.pdf/89cb69a2-8e15-40c7-8fc6-168eeb012a5b>.

271 cfr. Micossi S., *Il punto sugli amministratori indipendenti*, Assonime, Assemblea annuale Nedcommunity, Milano, 21 Aprile 2010, p. 4, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletAllegati?numero=3508>.

272 cfr. Ferro Luzzi P., *Indipendente... da chi?; da cosa?*, In *Rivista delle Società*, 2008, pp. 207 ss.

273 cfr. Milli M., *L'amministratore indipendente nel sistema di corporate governance delle s.p.a.*, Giappichelli Editore, 2013, pp. 94-95.

Oppure è più corretto ritenere che essi non “recitino” un ruolo autonomo rispetto ai non esecutivi? Analizzando lo stato attuale della normativa sia a livello legislativo, che regolamentare ed infine autoregolamentare, si nota una certa focalizzazione sulla fissazione di criteri di indipendenza, sulla composizione del consiglio e sul ruolo degli indipendenti nei comitati in seno al Consiglio di Amministrazione. La motivazione dell’esiguità delle disposizioni, soprattutto nell’ambito della normativa primaria, si spiega con molta probabilità, non tanto nella volontà del legislatore di appiattirne disciplina e funzioni su quella dei non esecutivi, quanto piuttosto alla luce delle difficoltà di trovare un’adeguata soluzione ai molteplici e specifici problemi normativi che questa figura si pone<sup>274</sup>. Contestualizzando il ruolo degli indipendenti all’interno di imprese statunitensi e inglesi, è facilmente intuibile come soltanto in tali sistemi essi possano esercitare la primaria funzione di *hiring and firing* nei confronti degli amministratori delegati. In USA e UK, oltre a rappresentare una parte preponderante del *board*, essi devono confrontarsi con il giudizio espresso dal mercato con un’intensità certamente maggiore rispetto alle imprese europee. Al contrario in Europa continentale ed anche in Italia, la presenza di un socio di controllo comporta che sia costui a scegliere il *management* e l’amministratore delegato. Anzi, non di rado gli amministratori esecutivi sono anche soci. Nell’ambito del processo di nomina non ha quindi molto senso cercare di trovare un ruolo per gli indipendenti, se non quello di tentare quanto meno di opporsi nei confronti di candidature di soggetti palesemente inadeguati a ricoprire cariche sociali. Tolta quindi la funzione di *hiring and firing*, agli amministratori indipendenti rimane la possibilità di svolgere una funzione di monitoraggio nei confronti degli esecutivi ed in particolare nelle operazioni con parti correlate, dove si annida il rischio di una distrazione delle risorse sociali da parte del/i socio/i di maggioranza. In molti sostengono come la capacità di monitoraggio degli amministratori indipendenti sia in grado di contribuire a ridurre i costi di agenzia nei rapporti che vedono contrapposti da un lato azionisti di maggioranza e di minoranza, e dall’altro *managers* e gli azionisti in generale<sup>275</sup>. Ma affinché lo status di amministratore indipendente possa tradursi in un effettivo contributo al buon governo dell’impresa (e di riflesso al buon andamento dell’impresa) è necessario che siano contemporaneamente presenti tre aspetti essenziali: i) professionalità e competenza; ii) reputazione; iii) autosufficienza economica. La combinazione di questi tre elementi consente all’interprete di delineare un amministratore in possesso di un’adeguata professionalità e indipendenza, che goda di una buona reputazione e che

---

274 cfr. Tombari U., *Corporate governance e sistema dei controlli nella s.p.a.*, Giappichelli Editore, 2013, pp. 44-46.

275 cfr. Ferrarini G., *Ruolo degli amministratori indipendenti e lead independent director*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, Assogestioni, 2006, pp. 38-39, documento disponibile al link: [http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,140,624/assog\\_quad\\_27.pdf](http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,140,624/assog_quad_27.pdf).

tenga a conservarla, la cui condizione economica lo renda immune da possibili condizionamenti legati ad eventuali ritorsioni di revoca dell'incarico. L'attribuzione all'amministratore indipendente di una funzione specifica di tutela dell'interesse sociale, ovvero di elevarsi a garante della correttezza gestoria, della prudenza decisionale, dell'adeguatezza del processo di valutazione e di identificazione dei rischi, richiede necessariamente lo sviluppo di competenze professionali orientate all'attività di monitoraggio. Questo è il punto di maggiore frizione della figura dell'amministratore indipendente: in particolare è in dubbio la capacità dell'individuo di conciliare lo sviluppo di abilità di *monitoring*, senza che esso instauri delle relazioni all'interno del medesimo ambiente manageriale dal quale in un secondo momento gli è richiesto di fuggire a gambe levate. Decontestualizzato dal suo ambiente, l'amministratore indipendente in molti casi finisce per divenire un mero spettatore di decisioni maturate altrove dal *management* o dall'azionista di controllo. Una situazione simile rende l'intento comune al legislatore e all'autodisciplina -di ripristinare la dialettica collegiale, favorendo lo scambio di opinioni e punti di vista- un elemento di pura facciata<sup>276</sup>, un esercizio di *compliance*. Questa è una delle motivazioni per cui negli ultimi anni è diminuito l'entusiasmo nei confronti degli indipendenti. I numerosi studi e le altrettante numerose ricerche condotte in materia non sanciscono l'inutilità della presenza di indipendenti nel consiglio, quanto piuttosto una certa sovrastima del loro apporto alla dinamica collegiale, il che ha spinto molti a caldeggiare il ricorso agli amministratori indipendenti come una sorta di panacea nella sfera della *corporate governance*<sup>277</sup>. Una testimonianza di come le aspettative nei confronti degli amministratori indipendenti siano andate via via diminuendo, è rappresentata dal *Report on the Future of the EU company law*. Dalla lettura del documento si evince come nonostante la diffusione degli amministratori indipendenti nelle società europee abbia raggiunto livelli elevati, la funzione da essi svolta non sia stata così incisiva come ci si aspettava. Questo principalmente per due ordini di ragioni: la mancanza di specifiche competenze e le inevitabili asimmetrie informative rispetto agli amministratori che hanno il proprio centro di interesse professionale nell'azienda<sup>278</sup>.

---

276 cfr. Milli M., *L'amministratore indipendente nel sistema di corporate governance delle s.p.a.*, Giappichelli Editore, 2013, pp. 97-98.

277 cfr. Macey J.R., *Corporate governance. Quando le regole falliscono*, IBL Libri, 2010, p.184.

278 in Rivista di Diritto Società anno 2011, il documento è accompagnato da una presentazione a cura di F. Chiappetta - U. Tombari, *Report on the Future of the EU company law: una breve introduzione*, pp. 746 ss.

#### 4.4. La necessità di snellimento e il conseguente riordino dei ruoli e delle competenze

Ripercorrendo a grandi passi il presente elaborato, sono stati presentati ed analizzati: gli amministratori esecutivi, i non esecutivi, gli indipendenti, i comitati interni al Consiglio di Amministrazione, il Collegio Sindacale (ma anche il Comitato per il controllo interno ed il consiglio di sorveglianza), l'Organismo di Vigilanza, l'*internal audit*, il dirigente preposto alle scritture contabili, il revisore esterno (il quale, seppur non formalmente annoverabile tra gli organi di controllo interno, ha comunque un ruolo estremamente importante nell'architettura dei controlli societari). Una lunga lista di soggetti che la *audit society* continua a moltiplicare con l'effetto di irrigidire l'attività quotidiana dentro una dispendiosa burocrazia costituita da controlli, certificazioni, verifiche, indagini interne. L'espansione del reticolo delle procedure interne e dei soggetti coinvolti nell'attività di controllo determina il pericolo di una sovrapposizione di ruoli e di una frammentazione del controllo sulla gestione, ed ignora la necessità di raggiungere un punto di equilibrio tra benefici attesi e costi per le imprese<sup>279</sup>. Nel loro insieme essi vengono considerati come reticolo dei controlli, e non come un vero e proprio sistema in cui ogni controllore ha un chiaro insieme di compiti al quale corrispondono altrettante responsabilità. Se l'innesto di istanze di controllo ha come obiettivo quello di presidiare ciascuna delle aree aziendali in cui vi è il rischio che si manifestino comportamenti fraudolenti, in assenza di un adeguato coordinamento potremmo trovarci di fronte ad una situazione paradossale, ovvero ad uno svuotamento di responsabilità. Sono ormai anni che il dibattito tra studiosi ed operatori economici è concorde sulla necessità di realizzare un ripensamento sistematico della materia dei controlli per (i) eliminare le vere e proprie sovrapposizioni; (ii) disciplinare il coordinamento tra organi con funzioni condivise, ove si reputi che la coimputazione conduca a sinergie positive; (iii) disciplinare i rapporti tra organi societari e organismo di vigilanza; (iv) rendere equivalenti le istanze di controllo nei diversi modelli di *governance*<sup>280</sup>. Ma affinché ciò sia possibile è altresì necessaria una revisione sistemica nella partizione concettuale di controllo che prenda in considerazione il nuovo paradigma del controllo:

- il controllo di merito spetta ai soci nei confronti del Consiglio di Amministrazione e a quest'ultimo come *plenum* nei confronti dei delegati. Si tratta di un controllo che si concretizza nel potere di indirizzare, di condizionare ed opporsi, e non di sorvegliare e verificare in funzione di eventuali iniziative sul terreno della responsabilità.

---

279 cfr. Centonze F., *Controlli societari e responsabilità penale*, Giuffrè Editore, 2009, p. 72.

280 cfr. Montalenti P., *Struttura e ruolo dell'organismo di vigilanza del quadro della riforma del diritto societario*, in *I controlli societari: molte regole, nessun sistema*, a cura di Bianchini M.-Di Noia C., Egea SpA, 2010, p. 88 ss.

Anche nel nostro ordinamento trova infatti applicazione la c.d. *business judgment rule*, tale per cui le operazioni di gestione risultano sindacabili solamente nel caso in cui si palesino carenze nel processo di valutazione di convenienza economica delle operazioni, come violazione di quei principi di corretta amministrazione elevati a clausola generale di comportamento degli amministratori dalla riforma del 2003;

- il controllo sull'adeguatezza organizzativa, ovvero il controllo sull'idoneità dell'intero sistema di funzionigramma e di organigramma e in particolare delle procedure di controllo e di monitoraggio dei rischi;
- il controllo sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, ovvero la verifica dell'osservanza delle regole tecnico aziendali, istruttorie, procedurali e decisionali che sostanziano la diligenza professionale dell'amministratore;
- il controllo di legalità, a sua volta scomponibile in legalità formale e legalità sostanziale<sup>281</sup>.

E' nell'ambito di questo paradigma concettuale che l'assegnazione delle funzioni ad uno più organi deve essere ripensata, interrogandosi se debba trattarsi di competenza da assegnarsi ad un unico organo o da imputarsi a più organi in un'ottica "policentrica" o infine da razionalizzarsi con più precise regole di coordinamento<sup>282</sup>.

#### 4.4.1. La confusione metodologica in materia di controlli e di impresa

Le opinioni di accademici, giuristi e degli operatori professionali (seppur nutrono diverse aspettative dal diritto) convergono sulla necessità di avviare una razionalizzazione del sistema dei controlli dell'impresa. Prima di procedere alla disamina di alcune proposte avanzate in tema di snellimento, e appunto razionalizzazione, ritengo opportuno inquadrare le ragioni della confusione concettuale che sono alla base dell'attuale quadro normativo in tema di controlli, rifacendomi all'importante contributo del professor Ferro-Luzzi "Per una razionalizzazione del concetto di controllo". Il tema di vertice in questo disordinato insieme di regole è certamente costituito dal fatto che il controllo, in tutti i possibili significati che ad esso si possono attribuire, è un istituto quasi antitetico rispetto ai canoni di indipendenza ed autonomia che guidano l'agire individuale.

---

281 cfr. Montalenti P., *Società per Azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Giuffrè, 2011, p. 163 ss.

282 cfr. Montalenti P., *Struttura e ruolo dell'organismo di vigilanza del quadro della riforma del diritto societario*, in *I controlli societari: molte regole, nessun sistema*, a cura di Bianchini M.-Di Noia C., Egea SpA, 2010, p. 88 ss.

Essi sono alla base del sistema privatistico i cui schemi concettuali sono fatti propri dalla materia che ancora oggi non riusciamo a definire diritto dell'impresa ma che ci ostiniamo a definire diritto commerciale, come se l'atto di commercio e non l'impresa fosse ancora il momento fondamentale dell'agire economico. Il problema risiede quindi nel metodo con cui il tema dei controlli è stato ed è tutt'ora affrontato. In primo luogo ci troviamo di fronte ad una resistenza della dottrina e della giurisprudenza a recepire il nuovo: si tratta di quelle resistenze al cambiamento che derivano dall'assenza di stimoli nel superare vecchi paradigmi e confrontarsi con un mondo in costante evoluzione. Una ulteriore circostanza che impone di risalire al "sistema" si evince dall'osservazione del percorso fatto negli ultimi 50 anni dalla dottrina in materia commerciale, la quale è caratterizzata dalla mancanza di una linea di continuità, sviluppo ed evoluzione. La cronaca è stata infatti contraddistinta da orientamenti finalizzati a dare riscontro a "mode", (successivamente smentite dalla riprova dei fatti, ovvero dall'incapacità di porre un freno al ripetersi di scandali finanziari) a convinzioni secondo cui per garantire il corretto svolgimento dell'attività imprenditoriale, al riparo da atteggiamenti fraudolenti, fosse necessario focalizzarsi su elementi come ad esempio:

- la tutela dei creditori sociali da realizzarsi soprattutto mediante una severa disciplina del bilancio, il quale è finito per fungere da blindatura di una quota parte del patrimonio aziendale, finalizzata ad assicurare (in un'ottica di liquidazione) un qualche tipo di soddisfacimento dei creditori sociali, senza considerare come ogni settore produttivo imponga delle diverse soglie di capitalizzazione per poter stare efficacemente sul mercato e come esso sia in realtà solamente la "fotografia" di un dato momento della vita dell'impresa;
- la dialettica maggioranza minoranza, che almeno inizialmente vedeva contrapposte le posizioni del virtuoso risparmiatore e del prevaricatore azionista di maggioranza, atteggiamento che solo in maniera molto lenta è stato superato per mezzo della presa di coscienza di come sussistano delle divergenze di interesse tra i diversi azionisti, anche all'interno del più ampio perimetro della minoranza. Parlare in questi termini non è ancora la maniera più consona, considerato che uno degli elementi di base dell'azione è la personalizzazione della partecipazione.

Un ulteriore difetto di metodo consiste nel modo con il quale il legislatore è intervenuto nei confronti delle società di capitali. Il lungo sonno iniziato nel 1942 ha lasciato per molto tempo immutata la disciplina delle società di capitali sancita dall'unificazione del codice civile, senza considerare la velocità con cui si evolvono i meccanismi economici alla base dell'esercizio di un'attività imprenditoriale organizzata. Sono interrotto da eventi sporadici e settoriali, in molti casi indotti dalla necessità (non più rimandabile) di adeguare il nostro ordinamento alle Direttive europee.

Soltanto in tempi relativamente recenti abbiamo assistito ad un intervento sistemico (quello del 2003) mentre se ne susseguivano altri occasionati vuoi dalla sopracitata esigenza di adeguamento a quanto stabilito in sede europea, vuoi da situazioni emergenziali che si sono tradotte in una mera importazione di istituti concepiti per rispondere a fallimenti di mercato e societari propri di altri paesi, i quali avrebbero certamente richiesto la dimostrazione di una maggiore considerazione delle peculiarità del contesto economico nazionale e una migliore tecnica legislativa. In un contesto in cui gli scandali finanziari continuano a riproporsi con cadenza ciclica (vedi da ultimo il caso Banca Marche) nonostante la moltitudine di soggetti chiamati a compartecipare al sistema dei controlli, l'espressione "molte regole, nessun sistema" è certamente emblematica dello stato dell'arte e dell'inefficacia delle disposizioni. In questo contesto il tema dell'impresa è posto in un piano inferiore rispetto alla nozione di società, preferendo dare centralità ad aspetti quali la tutela dei creditori, la dialettica minoranza-maggioranza rispetto ad altri che ne sottolineano il carattere organizzativo, di esercizio e di finanziamento dell'attività economica. E' con un certo ritardo che si è compreso che l'impresa è un luogo verso il quale convergono interessi tra loro disparati, fattispecie che nel mondo anglosassone trova riconoscimento semantico nel termine *stakeholders*. Si tratta di interessi la cui disciplina, tutela e coordinamento non è certamente realizzabile mediante gli strumenti tipici del diritto commerciale, mutuati dal diritto privato. Dovremmo più correttamente quindi incominciare a parlare di diritto dell'economia o se si preferisce di diritto dell'impresa<sup>283</sup>.

#### 4.4.2. Alcune proposte di riforma

Dall'analisi fin qui svolta emerge come il sistema dei controlli sia un campo problematico, tra i più travagliati del nostro diritto societario<sup>284</sup>. Ciò per un insieme di motivi, tra i quali ritengo che i più incisivi siano stati la mancanza di un disegno complessivo, funzionale alle esigenze delle moderne imprese strutturate, ma anche una certa resistenza al cambiamento che frena l'avanzata del nuovo. Immaginare soluzioni non è certamente semplice, altrettanto difficile è proporre interventi in grado di incidere in maniera significativa sulle rendite di posizione che anche le norme in materia di controlli assicurano a ben specifiche categorie di soggetti. Taluni ritengono dunque che gli unici interventi fattibili nella pratica siano a rendite invariate, insomma, un gioco a somma zero.

---

283 cfr. Ferro Luzzi P., Per una razionalizzazione del concetto di controllo, in *I controlli societari: molte regole, nessun sistema*, a cura di Bianchini M.-Di Noia C., Egea SpA, 2010, pp. 117-123.

284 cfr. Montalenti P., *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Le società*, 2005, p. 300.

Questo però significa rinunciare a innovazioni profonde e sistemiche in grado di segnare un momento di rottura con il passato<sup>285</sup>. Il susseguirsi di interventi ha finito per produrre un sistema dei controlli di tipo policentrico: ciò non significa che un sistema di controllo con questa peculiarità, se correttamente implementato, non sia in grado di condurre a sinergie positive tra i soggetti che lo compongono, con riflessi sull'efficacia dell'attività di controllo. Questo può avvenire soltanto a condizione che l'interazione tra i ruoli in cui si manifestano le parziali sovrapposizioni, si traduca in un'effettiva cooperazione interorganica, in grado di dirimere eventuali contrasti ed evitare che vi siano vuoti di responsabilità. In un sistema di controllo così implementato, la parziale concorrenza di competenze potrebbe stimolare un processo virtuoso, indirizzato verso comportamenti rigorosi<sup>286</sup> e con la garanzia di una doppia linea di difesa contro comportamenti fraudolenti. Alcuni passi nella direzione di un organico coordinamento sono stati mossi ad esempio nel settore bancario e assicurativo. In quest'ultimo con il regolamento ISVAP (ora IVASS) n. 20 del 2008 viene stabilito che l'organo di controllo, la società di revisione, la funzione di revisione interna, di *risk management* e di *compliance*, l'organismo di vigilanza, l'attuario incaricato e ogni altro organo o funzione a cui è attribuita una specifica funzione di controllo collaborino tra di loro, scambiandosi ogni informazione utile per l'espletamento dei rispettivi compiti. La definizione e la formalizzazione dei collegamenti tra le varie funzioni a cui sono attribuiti tali compiti spetta all'organo amministrativo. La norma rinvia dunque all'autonomia privata la soluzione ad uno dei problemi più delicati nell'ambito dell'amministrazione e del controllo<sup>287</sup>. Anche il Codice di Autodisciplina suggerisce agli emittenti di individuare specifiche modalità di coordinamento tra i soggetti con funzione di controllo al fine di massimizzare l'efficienza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e di ridurre le duplicazioni di attività. Venendo al non meno impegnativo tema delle proposte di riforma, si segnala come esse, pur non essendo concordi, si propongono di ricostruire un quadro regolatorio chiaro e stabile, in grado di incidere positivamente sulla tutela dell'investimento (intesa come tutela della correttezza gestoria e non come tutela di interessi particolari) e di riflesso sul corretto funzionamento dei mercati finanziari, con positive ripercussioni sulle imprese e sull'attrattività del sistema paese in generale.

---

285 cfr. Enriques L., Il sistema dei controlli interni delle società quotate: a piccoli passi verso una semplificazione? In *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa P., 2015, Giappichelli Editore, p. 159.

286 cfr. Montalenti P., *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Le società*, 2005.

287 cfr. Montalenti P., *La corporate governance degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario in generale*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, AA.VV., UTET Giuridica, 2014, p.2188.

Innanzitutto si sottolineano le proposte avanzate dal gruppo di lavoro della giunta Assonime: istituito nel 2011, esso ha formalizzato un documento di analisi dello stato dell'arte in materia di controlli, basandosi su un'indagine condotta su un campione di società quotate e non quotate. Il primo elemento che emerge è la coesistenza di soggetti chiamati a vario titolo a compartecipare al reticolo dei controlli, il che comporta un aggravio di costi non giustificato da un pari incremento di efficienza per l'impresa. Muovendo dalla considerazione di come la ricognizione dei controlli vada effettuata considerando l'importanza assunta dall'articolazione di ruoli all'interno del Consiglio di Amministrazione e l'allargamento della nozione di controllo all'efficienza gestionale (segnatamente sull'adeguatezza dell'organizzazione aziendale<sup>288</sup>) sono state elaborate proposte che riguardano tutti gli attori oggetto di analisi nei precedenti capitoli. Per quanto concerne l'organo amministrativo, fermo restando l'attività di *monitoring* svolta da parte del Consiglio nei confronti degli organi delegati e l'utilità dell'attività istruttoria svolta da parte dei comitati (anche del comitato per il controllo interno, nei confronti del quale viene rimarcato che le possibili sovrapposizioni con il Collegio Sindacale sono smentite dal diverso ruolo dei due soggetti), si ritiene opportuno il superamento della coesistenza delle due categorie di amministratori indipendenti, l'una ai sensi del T.U.F., l'altra ai sensi del Codice di Autodisciplina. Per riportare chiarezza nell'ambito delle categorie degli amministratori, si auspica l'abrogazione della categoria di amministratori "indipendenti" ai sensi del T.U.F., in quanto si ritiene che la componente indipendente ai sensi dell'Autodisciplina sia di per se sufficiente a raggiungere gli obiettivi alla base dell'innesto di simili figure all'interno del Consiglio. Un secondo ambito di intervento riguarda l'organo di vigilanza, il quale si ritiene debba essere l'unico attore al quale attribuire l'insieme dei compiti di controllo in senso "proprio". Più in particolare esso dovrebbe essere chiamato a vigilare: i) sul rispetto dei parametri legali e tecnici da parte dell'organo di governo; ii) sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile; iii) sull'attività di revisione legale dei conti; iv) sull'efficacia dei sistemi di *internal audit, compliance e risk management*; v) sul processo di informativa finanziaria; vi) sul funzionamento e sull'osservanza dei modelli organizzativi ex D.Lgs. 231/2001 per la prevenzione dei reati presupposto (fattispecie peraltro resa possibile a seguito della legge di stabilità del 2012). Una simile rimodulazione dei compiti del Collegio Sindacale dovrebbe, per essere realmente efficace, essere parallelamente accompagnata dal rafforzamento dei poteri reattivi contro eventuali carenze organizzative riscontrate nell'esercizio dei propri doveri. Ciò è possibile ad esempio riconoscendo la facoltà al Collegio di richiedere l'adozione da parte dell'organo amministrativo di azioni correttive nei confronti dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile (ivi compreso il modello organizzativo 231) e più in generale del sistema di controllo interno.

---

288 cfr. AA.VV., *Diritto commerciale volume II*, Giappichelli Editore, 2013, p. 495.

Un'ulteriore proposta avanzata nei confronti dell'organo di vigilanza, riguarda l'introduzione di un obbligo di rendicontazione ai soci (e quindi al mercato) con cadenza almeno semestrale, circa l'attività svolta nell'esercizio dei propri doveri. In realtà si tratterebbe di modificare il contenuto dell'art. 2429 del c.c., il quale già prevede una relazione annuale a cura del Collegio Sindacale che accompagna il bilancio di esercizio. Anche le figure intermedie di controllo sono state oggetto di analisi: nei confronti delle funzioni di *risk management* e di *compliance* si suggerisce una collocazione tale da consentire un'azione trasversale all'intera organizzazione, in grado di abbracciare tutti i processi operativi, da realizzarsi mediante opportuni riporti (funzionali e gerarchici) che ne garantiscano l'indipendenza ed un accesso diretto all'organo amministrativo. La funzione di revisione interna, in linea con le raccomandazioni del Codice di Autodisciplina, deve essere nettamente separata da qualsiasi processo operativo e riportare in termini funzionali anche all'organo di vigilanza. Per quanto concerne il dirigente preposto alle scritture contabili, considerata la sua importazione dall'ordinamento giuridico statunitense, si ritiene che le attestazioni impostegli dalla legge non siano di per sé un mezzo in grado di rafforzare la vigilanza sulla correttezza dei documenti contabili societari, quanto piuttosto un metodo di innalzamento delle responsabilità. Viene infatti evidenziato come nel nostro ordinamento la paternità dell'informativa finanziaria sia già espressamente riconosciuta all'organo amministrativo, per cui le attestazioni richieste al Dirigente finiscono soltanto per costituire un aggravio burocratico. Fermo restando le responsabilità riconosciute al CFO dall'articolo 2635 del c.c., le attestazioni dovrebbero essere rilasciate esclusivamente dall'organo di governo, eliminando dunque l'obbligo di un'attestazione congiunta. In un'ottica di snellimento e razionalizzazione, come anticipato sopra, le funzioni dell'OdV dovrebbero essere ricondotte in parte all'organo di governo, ed in parte a quello di vigilanza. *Last but not least*, il gruppo di lavoro ritiene che sia opportuno graduare i controlli in funzione di due fattori: i) la dimensione dell'impresa e ii) il grado di apertura del capitale<sup>289</sup>. Anche M. Stella Richter rinvia l'opportunità di procedere ad una graduazione normativa, soprattutto dell'organo amministrativo. Muovendo dalla constatazione dell'inesistenza di un unico modello di società quotata, egli sostiene che talune regole riguardanti la nomina e la composizione del C.d.A. sarebbe opportuno che trovassero applicazione soltanto nelle società a grande capitalizzazione e con compagine azionaria diffusa (per quanto il termine "diffuso" possa essere accostato al sistema finanziario italiano). Questo in quanto nelle società di dimensioni minori alcune disposizioni che regolano rigidamente la composizione dell'organo non sembrano trovare una giustificazione.

---

<sup>289</sup> cfr. Assonime, *Rapporti del gruppo di lavoro della giunta Assonime*, 2011, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletAllegati?numero=3789>.

Per quanto riguarda i meccanismi di elezione, fermo restando il meccanismo del voto di lista, dovrebbero essere introdotte misure volte a garantire una maggiore elasticità nella composizione dell'organo, che non si risolva necessariamente in un sistema strettamente maggioritario. Vengono ad esempio suggeriti sistemi proporzionali in cui le liste siano composte da un numero di soggetti maggiore rispetto a quelli da nominare, permettendo così la possibilità di valorizzare le preferenze della compagine sociale. Degno di nota infine, il suggerimento di prevedere dei meccanismi di elezione scaglionata del C.d.A. (c.d. *staggered board*), misura idonea a garantire la protezione di quelle competenze consolidate nell'arco del mandato<sup>290</sup>. Anche Montalenti nei suoi numerosi lavori, si è fatto carico di avanzare proposte in tema di snellimento e razionalizzazione dei controlli, ipotizzando talune soluzioni per le società chiuse ed altre per le quotate (valide anche per i c.d. enti di interesse pubblico). Senza voler sminuire il ruolo delle società chiuse, ritengo sia più ragionevole dare spazio alle proposte di riordino formulate nei confronti delle società quotate oggetto di indagini dell'elaborato. In particolare l'autore suggerisce di:

- affidare la funzione di comitato per il controllo interno e la revisione legale (ai sensi dell'art. 19 del d.lgs. 39/2010) al comitato controllo e rischi anziché al Collegio Sindacale (o all'equivalente organo di vigilanza). Ciò dovrebbe avvenire per mezzo di un'apposita disposizione statutaria e risulterebbe in linea con quanto previsto dalla direttiva europea;
- limitare le competenze del dirigente preposto ai documenti contabili;
- affidare alla società di revisione il compito di verificare l'adeguatezza delle procedure necessarie alla predisposizione dei documenti finanziari;
- attribuire al preposto al controllo interno la verifica sul rispetto effettivo delle procedure amministrative e contabili, oggi assegnato invece al dirigente preposto, nell'ambito del controllo sul rispetto delle procedure interne, in senso ampio;
- prevedere che nel modello dualistico lo statuto debba obbligatoriamente stabilire le funzioni di alta direzione attribuite al consiglio di sorveglianza; introdurre l'obbligo di istituire il comitato per il controllo interno e la revisione legale;
- assegnare all'OdV poteri circoscritti alla verifica delle sole procedure relative alla prevenzione dei reati che nello specifico caso possono essere compiuti<sup>291</sup>.

---

290 cfr. Richter M.S., *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, documento disponibile al link: <http://rivistaodc.eu/media/39193/stellarichter.pdf>.

291 cfr. Montalenti P., *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Giuffrè Editore, 2011, pp. 175-176.

Certamente quelle appena elencate costituiscono delle proposte su cui ragionare, non hanno la pretesa di essere verità assoluta in un conteso in cui come non mai è forte l'esigenza di confrontarsi con il resto del mondo e di giungere ad un'armonizzazione, quanto meno all'interno dei confini europei, delle norme di diritto societario. Gli interventi dovrebbero essere guidati da una logica di razionalizzazione, di diminuzione di quelle inefficienze che forse sono sopportabili in un momento di crescita economica, ma che diventano intollerabili<sup>292</sup> in un momento in cui si fatica a recuperare quella competitività cruciale e necessaria a porre un freno alla dipartita delle imprese, comprensibilmente allontanatesi da un contesto in cui giustizia, burocrazia e fisco di certo non supportano le imprese. A prescindere dai tempi e dai modi in cui si manifesteranno i successivi interventi, vi è comunque un dato di fatto: la necessità di abbracciare un nuovo paradigma in cui le imprese considerino il sistema dei controlli come momento organizzativo e strumento insostituibile per assicurarsi la ragionevole certezza di raggiungere i propri obiettivi, mentre il diritto riconosca la complessità crescente delle organizzazioni<sup>293</sup>, ma anche la fisiologica impossibilità di realizzare un controllo "totale", privo di falle. I fallimenti del mercato non sono un fenomeno nato nei nostri giorni, la storia dei mercati finanziari ci insegna come questi si ripropongano ciclicamente. In questo senso potremmo definire il compito del diritto dei controlli societari come quello di assicurare al mercato la ragionevole certezza contro il ripetersi dei fallimenti.

---

292 cfr. Gasparri G., *I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana ed i problemi aperti*, Quaderni Giuridici a cura della Consob, 2013, p.85.

293 cfr. Montalenti P., *Il Sole 24 ore*, 24 Novembre 2007.

## CONCLUSIONI

Tanto si è scritto e tanto si continuerà a scrivere sulla *corporate governance*, sul tema dei controlli e sul rapporto con l'amministrazione, alla continua ricerca delle formule più adatte ad assicurare all'impresa l'agilità necessaria a muoversi in un contesto competitivo sempre più complesso ed articolato, e a chi vi investe, la tranquillità che le proprie risorse vengano gestite in ossequio ai principi di corretta amministrazione. Assicurare il buon funzionamento del governo dell'impresa non è nell'interesse unico degli investitori, siano essi investitori professionisti o piccoli risparmiatori: la crisi economica dalla quale ancora oggi, a distanza di otto anni, faticiamo a riprenderci, dimostra come da uno scandalo finanziario possa innescarsi un pericoloso effetto domino con conseguenze catastrofiche per l'economia mondiale. La crescente integrazione dei mercati finanziari unita alla sempre più veloce propagazione della crisi verso l'economia reale, rende le economie dei diversi paesi e di riflesso le vite delle persone sempre più connesse. E' sulla base di simili considerazioni che l'OCSE è intervenuta recentemente sui *Principles of Corporate Governance*, non tanto per dare risposte univoche alle diversità strutturali e culturali che nonostante le interrelazioni continuano a caratterizzare i diversi paesi, quanto per indirizzare *regulators* e autorità nazionali ad operare in modo quanto più coordinato e integrato. All'interno dei confini europei il fenomeno della convergenza delle norme giuridiche in materia di governo societario stenta a prevalere rispetto agli interessi dei singoli Paesi, ciò nonostante le numerose direttive susseguitesi nel corso degli ultimi anni. Questo genera situazioni conflittuali ma anche concorrenza fra gli Stati: i Paesi mantengono discreti margini di autonomia in fase di recepimento il che rende l'azione di coordinamento ed integrazione certamente meno efficace di quanto inteso dal legislatore europeo. Se vogliamo quindi cercare un campo in cui la convergenza si manifesta con maggiore intensità dobbiamo spostarci sul terreno dell'autoregolamentazione: molto in questo senso dobbiamo all'esperienza britannica, meritevole di aver introdotto il primo compendio organico di norme di autoregolamentazione nel 1992 con il Cadbury report e di aver saputo recuperare attraverso la *self regulation* la fiducia smarrita dagli investitori a causa di una stagione di fallimenti. Il modello inglese ha funto da riferimento, da standard per tutti gli altri paesi europei, individuando soluzioni semplici ma non per questo prive di efficacia, come ad esempio il meccanismo del *comply or explain*. Nonostante almeno sul piano della *self regulation* si siano affermati dei principi comuni, dei comportamenti ritenuti universalmente propedeutici al miglioramento del governo (e quindi del controllo dell'impresa), difficilmente assisteremo -almeno nel breve termine- all'affermazione di un modello di *corporate governance* rispetto ad un altro: le diversità culturali, sociali ed economiche esercitano ancora forti pressioni sulle strutture giuridiche che allontanano la convergenza formale. Le caratteristiche antitetiche dei sistemi ad azionariato diffuso e ad azionariato concentrato ed i relativi costi di agenzia rimarranno ancora per

lungo tempo nell'agenda dei rispettivi *regulators*, alla ricerca di soluzioni idonee a contemperare correttamente le diverse esigenze convergenti nell'impresa. Sul campo della tecnica giuridica dovremmo plausibilmente attenderci differenti soluzioni, ispirate tuttavia a obiettivi comuni tesi a salvaguardare la correttezza gestoria e di riflesso la stabilità dei mercati finanziari. Ed il riferimento non può che andare alle *best practices*, come quelle autorevolmente suggerite dall'OCSE e dall'ICGN. Certamente non esiste una soluzione organizzativa universalmente valida per governare efficacemente l'impresa: ogni entità deve calibrare il proprio apparato di governo e di controllo in funzione delle proprie necessità, dei valori su cui è basata e del contesto in cui opera. Sono gli obiettivi a fungere da denominatore comune tra le diverse imprese: correttezza, trasparenza, sana e prudente gestione. Così come un valido assetto di governo non rimane tale nel corso del tempo: si tratta di un processo *on-going*, un continuo aggiustamento causato dalla dinamicità del contesto competitivo ma anche dalla sperimentazione di nuove soluzioni. Volendo concludere in merito alla situazione che più ci riguarda da vicino, ovvero quella del nostro paese, le moltissime regole analizzate sono dai più considerate dubbiamente a valle di un sistema e richiedono un forte sforzo interpretativo per riordinare l'intero quadro di istituti che regolano il controllo dell'impresa. In un sistema non privo di sovrapposizioni e fortemente complesso come quello italiano, ipotizzare un processo di semplificazione è un compito davvero molto difficile. La strada più percorribile sembra essere quella dei piccoli passi, del graduale aggiustamento, non certo quella delle rivoluzioni copernicane. Oltre alle resistenze al cambiamento si aggiunge la difficoltà di individuare in organizzazioni complesse come le società quotate il confine tra sistema di controllo e governo dell'impresa. Abbiamo visto infatti come in tali entità questi due elementi siano divenuti due facce della stessa medaglia: a mano a mano che l'impresa cresce di dimensioni l'organo di *governance* vede spostare le proprie competenze da un'amministrazione *day-by-day* ad un'attività di monitoraggio e di definizione delle linee strategiche di cui il controllo (ex-ante) è elemento integrato. Dunque anche in questo senso il rapporto dicotomico tra amministrazione e controllo assume delle sfumature la cui mancata comprensione incide sull'efficacia stessa dei controlli. La questione si accentua soprattutto nei sistemi di amministrazione e controllo alternativi, i quali, seppur vi abbiamo dedicato una sommaria trattazione, rivestono un ruolo fondamentale nelle maggiori economie occidentali. Nei loro confronti l'appiattimento della disciplina sancita dal legislatore del 2003 sul modello tradizionale, è indice di una scarsa comprensione delle caratteristiche tipiche di tali sistemi: è soprattutto nel monistico che si manifesta un diverso paradigma tra amministrazione e controllo, quale momento decisionale e valutativo del medesimo organo. A prescindere dal modello di amministrazione e controllo adottato, mi sembra opportuno sottolineare come il sistema di controllo interno non possa più condierarsi come un fardello obbligato o peggio un elemento necessario a potersi qualificare come *compliant*. Piuttosto

come quel momento organizzativo che si compie attraverso il processo di implementazione ma anche quello strumento su cui intervenire laddove si riscontrino situazioni di discostamento rispetto ai piani originali, alle procedure, alle *best practice* vigenti. Quanto al piano regolatorio, è indubbio che vi sia la necessità di intervenire per riordinare e semplificare le disposizioni. La semplificazione va considerata come una razionalizzazione del complesso delle strutture e dei meccanismi di controllo: essa non mira infatti a un mero alleggerimento di oneri ma piuttosto ad aumentare l'efficacia e la coerenza del sistema dei controlli (Enriques). Stabilire il livello oltre il quale il controllo diviene inefficace e si traduce in vuoti di responsabilità è compito estremamente complesso che richiede un'attenta analisi delle dinamiche tipiche delle imprese quotate, la definizione di un disegno complessivo e *last but not least*, il coraggio di prendere posizioni decise, in cui è possibile anche ridurre il numero degli attori del sistema dei controlli.



## BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., *Diritto commerciale volume II*, Giappichelli Editore, 2013;
- AA.VV., *Diritto delle Società, Manuale Breve*, Giuffrè Editore, 2012;
- AA.VV., *Il contributo del sistema di prevenzione e gestione dei rischi alla generazione del valore d'impresa*, Franco Angeli Editore, 2013;
- AA.VV., *Il governo dei rischi aziendali tra esigenze di mercato e fattori istituzionali. Nuove prospettive per il board*, Franco Angeli Editore, 2014;
- AA.VV., *Il risk management. Teoria e pratica nel rispetto della normativa*, Franco Angeli Editore, 2012;
- AA.VV., *Modelli organizzativi ai sensi del d. lgs. n. 231/2001 e tutela della salute e della sicurezza nei luoghi di lavoro*, Giappichelli Editore, 2014;
- AA.VV., *Risk reporting e sistemi di controllo interno. Un'analisi comparata tra Italia e Regno Unito*, Franco Angeli Editore, 2011;
- Abbadessa P., *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, Giappichelli Editore, 2015;
- Abriani N., in *Corporate governance e «sistema dei controlli» nella s.p.a.*, Giappichelli Editore, 2013;
- Abriani N., L'organo di controllo, in *Corporate governance e «sistema dei controlli» nella s.p.a.*, a cura di Tombari U., Giappichelli Editore, 2013;
- Abriani N.- Alessi R. - Morera U., *Il collegio sindacale: le nuove regole*, Giuffrè Editore, 2007;
- Alvaro S. – Ciccaglioni P. – Siciliano G., *L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana*, Quaderno giuridico Consob, n.2, 2013;
- Alvaro S. - D'Eramo D. - Gasparri G., *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate, Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Quaderno giuridico Consob, n.7, 2015;
- Anaclerio M., *Internal Auditing*, Ipsoa, 2011;
- Anaclerio M.- Miglietta A., *Internal auditing. Dalla teoria alla pratica*, Wolters Kluwer Italia, 2007;
- Arcangeli A. – Ascarelli T., *Il regime delle società per azioni con particolare riguardo al voto plurimo e alla protezione delle minoranze*, in *Rivista Diritto Commerciale*, 1932;

Arcot S. – Bruno V. – Grimaud A. F., *Corporate Governance in the UK: is the Comply or Explain Approach Working?* Corporate Governance at LSE, Discussion Paper Series no. 001, 2005, documento disponibile al link: [http://www.lse.ac.uk/fmg/documents/events/seminars/corporateGovernance/496\\_1st%20Dec%20paper.pdf](http://www.lse.ac.uk/fmg/documents/events/seminars/corporateGovernance/496_1st%20Dec%20paper.pdf)

Assonime, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle Società quotate*, 2009, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletAllegati?numero=2988>;

Assonime, *Il dirigente preposto nei rapporti con gli organi sociali*, in Note e Studi, rielaborazione della relazione presentata al Convegno Optime del 30 maggio 2012, Benvenuto L., 2012, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletDocAllegati?idSelectedDocument=239824&idSelectedDocumentType=374&idSelectedAttach=240016&reserved=false>;

Assonime, *La Corporate Governance in Italia*, rapporto 2014, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletDocAllegati?idSelectedDocument=256394&idSelectedDocumentType=374&idSelectedAttach=256395&reserved=false>.

Assonime, *Rapporti del gruppo di lavoro della giunta Assonime*, 2011, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletAllegati?numero=3789>.

Balzarini P. - Carcano G. - Venturozzo M., *La società per azioni oggi, tradizione, attualità e prospettive*, Giuffrè Editore, 2007;

Barbara G., *I flussi informativi endoconsiliari nelle società per azioni*, Rivista trimestrale di Scienza dell'amministrazione, 3/2013, Franco Angeli Editore;

Bauer R., *I Principi di Revisione*, Educatt, 2014;

Bebchuk L. - A. Roe M.J., *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, Stanford Law Review, 1999;

Belcredi M. – Caprio L., *Amministratori indipendenti e amministratori di minoranza: stato dell'arte e prospettive evolutive*, in Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni della Consob, Quaderni giuridici Consob, 2015, documento disponibile al link: <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg9.pdf/89cb69a2-8e15-40c7-8fc6-168eeb012a5b>.

Beretta S., *Valutazione dei rischi e controllo interno*, EGEA SpA, 2004;

Berle A.A. jr. – Means G.C., *The modern Corporation and private property*, Indiana law journal, 1932, documento disponibile al link: <http://www.repository.law.indiana.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5120&context=ilj>;

Bertolotti A., *Società per azioni. Collegio sindacale. Revisori. Denuncia al tribunale*, Utet Giuridica, 2015;

Bhagat S. - Bolton B. - Romano R., *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley and Sons Inc, 2010;

Bianchi M.T., *Il coordinamento dei controlli nelle società quotate*, in Nuove tendenze della governance societaria dopo la riforma Vietti, Atti del Convegno “Gli assetti della governance societaria dalla riforma Vietti ai decreti Monti: miglioramento del sistema o esigenze contingenti?” Istituto per il Governo Societario, Giuffrè Editore, 2014;

Bianco M. - Signorini P.E., *Evoluzione degli assetti di controllo: gli investitori istituzionali*, Temi di discussione, n. 243, Banca d’Italia, Dicembre 1994;

Biococchi L. - Rossett D., *L’organismo di vigilanza guida i controlli da “231”*, Il Sole 24 Ore, 3 Novembre 2014;

Birindelli G., *Strutture proprietarie e sistemi di governance. Riflessioni sull’esperienza delle banche italiane*, Franco Angeli Editore, 2013;

Bruno S., *Efficienza e modelli di amministrazione e controllo*, in Rivista di Diritto Commerciale, 2004;

Cadeddu L. - Portalupi A., *La revisione legale dei conti*, Gruppo 24 Ore, 2012;

Cadoppi A., *Enti e responsabilità da reato*, Wolters Kluwer Italia, 2010;

Cagnasso O. - Irrera M., *Il fallimento delle società: lo snodo tra due riforme: societaria e fallimentare*, Wolters Kluwer Italia, 2007;

Campobasso M., *Società, banche e crisi d’impresa*, Utet Giuridica, 2014;

Caprara A., *Le funzioni dei sindaci tra principi generali e disciplina*, Wolters Kluwer Italia, 2008;

Caterino D., *La funzione del collegio sindacale delle società quotate, tra “prevenzione” e “allerta” della crisi d’impresa*, documento disponibile al link: <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/10726/caterino.pdf>.

Caterino D., *Poteri dei sindaci e governo dell'informazione nelle società quotate*, Carucci Editore, 2012;

Centonze F., *Controlli societari e responsabilità penale*, Giuffrè Editore, 2009;

Chiappetta F., *Diritto del Governo Societario, la Governance delle società quotate*, Cedam Editore, 2013;

Chiappetta F. - U. Tombari, Rivista Diritto Società anno 2011, *Report on the Future of the EU company law: una breve introduzione*;

Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, 2015, documento disponibile al link: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/codice2015.pdf>.

Commissione Europea, *Feedback Statement. Summary of responses to the Commission Green paper on the EU corporate governance framework*, documento disponibile al link: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedbackstatement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedbackstatement_en.pdf).

Commissione Europea, Libro verde “*The EU corporate governance framework*”, documento disponibile al link: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:IT:PDF;>

Commissione Europea, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, 2012, documento disponibile al link: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:52012DC0740>.

Commissione Europea, *Raccomandazione 2005/162/CE*, documento disponibile al link: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:it:PDF;>

Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission, (COSO), *Enterprise Risk Management Integrated Framework*, 2004, edizione italiana a cura di AIIA e PriceWaterhouseCoopers, *La gestione del rischio aziendale*, Il Sole 24 Ore SpA, 2006;

Confindustria, gruppo di lavoro “Diritto Societario”, *Linee Guida per lo svolgimento delle attività del dirigente preposto, alla redazione dei documenti contabili, societari ai sensi dell’art. 154-bis T.U.F.*, 2007, documento disponibile al link: [http://www.confindustria.it/Aree/DocumentiPub.nsf/1EE41471C16F005DC125741900379FA9/\\$File/Linee%20Guida%20DP.pdf;](http://www.confindustria.it/Aree/DocumentiPub.nsf/1EE41471C16F005DC125741900379FA9/$File/Linee%20Guida%20DP.pdf)

Confindustria, *Linee guida per la costruzione dei modelli di organizzazione e controllo ai sensi del D.Lgs. 231/2001*, documento disponibile al link: [http://www.confindustria.it/Aree/lineeg.nsf/0/1f77a3860529403ec125742600577c2b/\\$FILE/Linee%20Guida%20231\\_2008.pdf](http://www.confindustria.it/Aree/lineeg.nsf/0/1f77a3860529403ec125742600577c2b/$FILE/Linee%20Guida%20231_2008.pdf);

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate*, 2015, documento disponibile al link: <http://www.cndcec.it/Portal/Documenti/Dettaglio.aspx?id=6e060a34-994a-49a6-ac49-85a11fbcf225>;

Consob, *Documento di Consultazione del 05/08/2010*, documento disponibile al link: [www.consob.it/documenti/.../consultazione\\_emittenti\\_20100805.pdf](http://www.consob.it/documenti/.../consultazione_emittenti_20100805.pdf).

Costanzo P. – Priori M. – Sanguinetti A., *Governance e tutela del risparmio. Best practice, regole e comunicazioni al mercato*, Vita e Pensiero, 2007;

Croci E., *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, Franco Angeli Editore, 2011;

Cutillo G.-Fontana F., *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*, Franco Angeli Editore, 2015;

D’Onza G., *Il sistema di controllo interno nella prospettiva del risk management*, Giuffrè Editore, 2008;

D’Onza G., *L’internal auditing. Profili organizzativi, dinamica di funzionamento e creazione del valore*, Giappichelli Editore, 2013;

Da Ronch B., *Strategie e approcci per la gestione del rischio industriale*, Franco Angeli Editore, 2009;

Danov A., *La riforma del diritto societario. Il parere dei tecnici tre anni dopo*, Giuffrè Editore, 2007;

De Girolamo S., *Professione Auditor: Ieri. Oggi e domani*, Egea SpA, 2015;

De Iulis C.M., *Norme e schemi di diritto delle società di capitali*, Giappichelli Editore, 2015;

De Nicola A., *Il diritto dei controlli societari*, Il Sole 24 Ore, 2010;

De Nicola A., *L’organismo di vigilanza 231 nelle società di capitali*, Giappichelli Editore, 2015;

Dellarosa E. - Razzante R., *Il nuovo sistema dei controlli interni della banca. Riprogettare il sistema dopo Basilea 2, Mifid e compliance*, Franco Angeli Editore, 2010;

Di Cagno P., *Il sistema aziendale tra rischio di impresa e rischio economico generale*, Cacucci Editore, 2002;

Dittmeier C., *Internal auditing - II edizione: Chiave per la corporate governance*, EGEA SpA, 2011;

Dittmeier C., *La governance dei rischi: Un riferimento per gli organi e le funzioni di governo e controllo*, EGEA SpA, 2015;

D'Onza G., *Il sistema di controllo interno nella prospettiva del risk management*, Giuffrè Editore, 2008;

Du Plessis J.J. - Hargovan A. - Mirko Bagaric M. - Harris J., in *Principles of Contemporary Corporate Governance*, Cambridge University Press, 2014;

Dyck A. - Morse A. - Zingales L., *Who blows the whistle in Corporate fraude?* CEPR Discussion Paper numero DP 6126, 2007;

Enriques L., *Il sistema dei controlli interni delle società quotate: a piccoli passi verso una semplificazione?* In *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa P., Giappichelli Editore, 2015;

Enriques L., *Il sistema legale dei controlli nelle società di capitali*”, *Convegno annuale di studi dell'Associazione Gian Franco Campobasso per lo Studio del Diritto Commerciale e Bancario, Tavola rotonda “I rapporti fra organi di controllo e i rapporti fra organi di controllo e organi di governance*, documento disponibile al link: [http://www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/intervento\\_enriques\\_2011-09-29.pdf](http://www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/intervento_enriques_2011-09-29.pdf).

Evensen S.T., *Director from the outside: good governance inspired by democratic values*, Xlibris Corporation, 2006;

Ferrarini G., *Ruolo degli amministratori indipendenti e lead independent director*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, Assogestioni, 2006, documento disponibile al link: [http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,140,624/assog\\_quad\\_27.pdf](http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,140,624/assog_quad_27.pdf).

Ferro Luzzi P., *Indipendente... da chi? da cosa?*, In *Rivista Società*, 2008;

Ferro-Luzzi P., *Per una razionalizzazione del concetto di controllo*, in *I controlli societari: molte regole, nessun sistema*, a cura di Bianchini M. - Di Noia C., Egea SpA, 2010;

Fletcher W.H. - Plette T.H., *The Sarbanes-Oxley Act: Implementation, Significance, and Impact*, Nova Science Publishers, 2008;

Floreni A., *Enterprise Risk Management: I rischi aziendali e il processo di risk management*, EDUCatt, 2004;

Fondazione Aristeia, *Il dirigente preposto alla luce delle recenti modifiche alla legge sul risparmio*, Febbraio 2007, documento disponibile al link: <http://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari72.pdf>;

Fondazione Aristeia, *Il sistema dei controlli nella riforma del diritto societario, i modelli alternativi di controllo interno*, Documento n. 16, documento disponibile al link: <http://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari16c.pdf>

Forestieri G., *Risk management, strumenti per la gestione dei rischi puri dell'impresa*, Egea SpA, 1996;

Fortunato S., *I nuovi equilibri mondiali. Imprese, banche, risparmiatori. Atti del Convegno di Courmayeur, 26-27 settembre 2008*, Giuffrè Editore, 2009;

Fortunato S., *Le funzioni di controllo interno ed esterno all'impresa: valorizzazione della dialettica ed esigenze di integrazione*, relazione tenuta al Convegno su "La Corporate Governance delle imprese finanziarie", 2008, documento disponibile al link: <http://www.academia.edu/1592229/S. Fortunato Le funzioni di controllo interno ed esterno all'impresa valorizzazione della dialettica ed esigenze di integrazione>;

Fratini M. - Gasparri G., *Il Testo Unico della Finanza, Edizione n. 47*, 2012, UTET Giuridica;

Fratini M. - Baschetti G., *Le società di capitali: percorsi giurisprudenziali*, Giuffrè Editore, 2010;

Friedman A.L. - Miles S., *Stakeholders: Theory and Practice*, Oxford University Press, 2006,

G20/OECD, *Principles of Corporate Governance*, 2015, documento disponibile al link: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>.

Gandini G., *Governo d'impresa e orientamento competitivo al mercato bancario*, Franco Angeli Editore, 2008;

Gasparri G., *I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana ed i problemi aperti*, in Quaderni Giuridici Consob, 2013;

Genco P., *Corporate governance: Sistemi e strutture di governo dell'impresa*, Giappichelli Editore, 2014;

Gentili G. - Tosi V., *Il collegio sindacale. Guida pratica e formulario*, Maggioli Editore, 2012;

Giorgino M., *Risk management*, EGEA SpA;

Guizzi G., *RDS. Rivista di diritto societario interno, internazionale comunitario e comparato*, Giappichelli Editore, 2011;

Hansma H. - Kraakman R., *The end of history for corporate law*, Yale Law School, 2000;

ICGN, *Guidance on Corporate Risk Oversight*, terza edizione, 2015, documento disponibile al link: <https://www.icgn.org/sites/default/files/ICGN%20Corp%20Risk%20Oversight.pdf>.

IRDCEC, *Linee guida per l'OdV e per il coordinamento con la funzione di vigilanza del collegio sindacale*, Maggio 2013, documento disponibile al link: <http://www.fondazione nazionale commercialisti.it/node/581>.

Keay A. in *Board Accountability in Corporate Governance*, Routledge, 2015;

Lai A., *Il contributo del sistema di prevenzione e gestione dei rischi alla generazione del valore d'impresa*, Franco Angeli Editore, 2013;

Libertini M., La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa P., Giappichelli Editore, 2015;

Lucantoni P., *Il voto in assemblea: dall'organizzazione al mercato*, Giappichelli Editore, 2012;

Luhmann N., *Sociologia del rischio*, Pearson Italia, 1996;

Macey J.R., *Corporate governance. Quando le regole falliscono*, IBL Libri, 2010;

Macey J.R., *Promises kept, promises broken*, Princeton University Press, 2008;

Marchetti P., *L'indipendenza degli amministratori*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, Assogestioni, 2006, documento disponibile al link: [http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,140,624/assog\\_quad\\_27.pdf](http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,140,624/assog_quad_27.pdf).

Marchi L., *Revisione aziendale e sistemi di controllo interno*, Giuffrè Editore, 2012;

Marra A., *Consigli di amministrazione delle società quotate e qualità degli utili in Italia*, Egea SpA;

Mauro A. - Meoli M. - Negro M., *Gli amministratori. Disciplina civilistica, fiscale e previdenziale*, Wolters Kluwer Italia, 2007;

Mc Cahery J. A., *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, 2002, Oxford University Press;

Micossi S., *Il punto sugli amministratori indipendenti*, Assonime, Assemblea annuale Nedcommunity, Milano, 21 Aprile 2010, documento disponibile al link: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletAllegati?numero=3508>.

Milli M., *L'amministratore indipendente nel sistema di corporate governance delle s.p.a.*, Giappichelli Editore, 2013;

Moeller R., *IT Audit, Control, and Security*, John Wiley & Sons, 2010;

Montalenti P., *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in *Le società*, 2005;

Montalenti P., *Il Sole 24 ore*, 24 Novembre 2007;

Montalenti P., *La corporate governance degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario in generale*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, AA.VV., UTET Giuridica, 2014;

Montalenti P., *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Giuffrè Editore, 2011;

Montalenti P., *Struttura e ruolo dell'organismo di vigilanza del quadro della riforma del diritto societario*, in *I controlli societari: molte regole, nessun sistema*, a cura di Bianchini M. - Di Noia C., Egea SpA, 2010;

NED COMMUNITY, *Effective governance outlook, il punto sugli amministratori indipendenti*, n.3 Gennaio 2013, documento disponibile al link: <http://www.nedcommunity.com/Contents/Documents/EGO%20n%203%20gennaio%202015.pdf>.

Nordberg D., *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley and Sons Inc., 2010;

Panucci M., *I controlli interni – Sovrapposizioni e inefficienze nei controlli societari*, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, Quaderni giuridici Consob, 2015, documento disponibile al link: <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg9.pdf/89cb69a2-8e15-40c7-8fc6-168eeb012a5b>;

Parbonetti A., *Corporate Governance Problemi di configurazione dell'organo di governo e riflessi sugli andamenti aziendali*, Giuffrè Editore, 2005;

Pesenato A., *OdV, Revisore Legale, Collegio Sindacale: attori di un sistema integrato di controlli*, in *Amministrazione e Finanza*, 12/2012;

Poli S., *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, Giuffrè Editore, 2010;

- Prandi P., *Il risk management negli istituti di credito. Come affrontare le sfide in scenari di incertezza. Atti del Convegno di Brescia del 2 dicembre 2011*, Franco Angeli Editore, 2013;
- Previtali P., *Modelli organizzativi e compliance aziendale. L'applicazione del D.Lgs. 231/2001 nelle imprese italiane*, Giuffrè Editore, 2009;
- Protiviti, *Guide to Enterprise Risk Management*, documento disponibile al link: [http://www.protiviti.com/en-US/Documents/Resource-Guides/ProtivitiERM\\_FAQGuide.pdf](http://www.protiviti.com/en-US/Documents/Resource-Guides/ProtivitiERM_FAQGuide.pdf).
- Protiviti, *Il ruolo del CDA nel governo dei rischi aziendali*, working paper, Giugno 2014, documento disponibile al link: <http://www.protiviti.it/it-IT/Documents/Protiviti-Il-ruolo-del-CdA0-nel-governo-dei-rischi-ed-luglio-2014.pdf>.
- Pugliese A., *Percorsi evolutivi della corporate governance. Il ruolo del consiglio di amministrazione dall'agency theory a una prospettiva di contingency*, Wolters Kluwer Italia, 2008;
- Quagli A. - D'Alauro G., *Contabilità e bilancio*, Ipsoa, 2014;
- Rezaee Z., *Corporate Governance post-Sarbanes-Oxley: regulations, requirements and integrated process*, John Wiley e Sons, inc, 2007;
- Richter M.S., *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, documento disponibile al link: <http://rivistaodc.eu/media/39193/stellarichter.pdf>.
- Richter M.S., *Il comitato controllo e rischi, già comitato per il controllo interno*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa P., Giappichelli Editore, 2015;
- Richter M.S., *Il controllo all'interno dell'organo amministrativo*, in *Corporate governance e «sistema dei controlli» nella s.p.a.*, a cura di Tombari U., Giappichelli Editore, 2013;
- Rimini E., in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Giuffrè Editore, 2011;
- Riviezzo C., *L'impresa in tempo di crisi. Riorganizzazione e strumenti di soluzione dell'insolvenza. Rapporti di lavoro, con banche e fisco*, Giuffrè Editore, 2010;
- Rordorf R., *Gli amministratori Indipendenti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2/2007;
- Rusticali G., *Auditing e servizi di assurance. Un approccio integrato*, Pearson Education, 2006;
- Alvaro S. - Lupini B., *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderni Giuridici Consob, Aprile 2013;

Salomone S., *Governo sistemico dei rischi nella gestione d'impresa, una balanced scorecard per il risk management*, EGEA SpA, 2013;

Schwizer P., *Internal Governance: Nuove regole, esperienze e best practice per l'organizzazione dei controlli interni nelle banche*, EGEA SpA, 2013;

Sciarelli S., *Etica e responsabilità sociale nell'impresa*, 2007, Giuffrè Editore;

Selleri L., *Viaggio nel mondo del rischio*, Youcanprint, 2015;

Shakespeare W., *Il mercante di Venezia*, 1598.

Shleifer A. - Vishny R.W., *A survey of Corporate Governance*, 1997, Journal of Finance;

Singer P. - Sirianni C. A., *La corporate governance: Elementi di teoria e profili operativi*, Giappichelli Editore, 2013;

Strampelli G., *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, EGEA SpA, 2013;

Sutter E., *Guida al Sistema di Controllo Interno*, Edizioni Haupt, 2012;

Tezzon M., *Efficienza dei controlli sulle imprese e crisi dei mercati finanziari: Il ruolo del Collegio sindacale*, Consob, 2002, documento disponibile al link: [http://www.consob.it/main/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/palazzoaltieri11102002.htm?hkeyw\\_ords=&docid=10&page=2&hits=134](http://www.consob.it/main/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/palazzoaltieri11102002.htm?hkeyw_ords=&docid=10&page=2&hits=134);

The high level group of company law experts, *A modern regulatory framework for company law in Europe*, documento disponibile al link: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf).

Tombari U., *Corporate governance e sistema dei controlli nella s.p.a.*, Giappichelli Editore, 2013;

Trinchese G., *Sistemi di governance societaria: analisi critica di funzionalità*, Fondazione Telos, 2013, documento disponibile al link: [http://www.fondazionetelos.it/images/file/RICERCATORI2013/Sistemi\\_di\\_governance\\_societaria\\_analisi\\_critica\\_di\\_funzionalita\\_.pdf](http://www.fondazionetelos.it/images/file/RICERCATORI2013/Sistemi_di_governance_societaria_analisi_critica_di_funzionalita_.pdf)

Vietti M., *La riforma del diritto societario: lavori preparatori, testi e materiali*, Giuffrè Editore, 2006;

Walker Paul L. - Shenkire William G. - Barton Thomas L., *ERM in Practice*, Internal Auditor, 2003;

Zona F., *Il governo delle imprese: Meccanismi di funzionamento e sistemi Paese a confronto*, Egea SpA, 2012;



## SITOGRAFIA

Assirevi, *I principi di revisione ISA Italia, la nuova relazione di revisione*, 2015, documento disponibile al link: [http://www.revisori.it/vextradocs/11/docs/1185/ISA\\_Assirevi\\_pdf](http://www.revisori.it/vextradocs/11/docs/1185/ISA_Assirevi_pdf).

Associazione nazionale enciclopedia della banca e della borsa, documento disponibile al link: <http://www.bankpedia.org/index.php/it/115-italian/m/21141-minoranze-azionarie>.

CEB, *Executive guidance, reducing risk management's organizational drag*, documento disponibile al link: <https://www.cebglobal.com/exbd-resources/pdf/executive-guidance/eg2014-q3-final.pdf?cn=pdf>.

De Molli V. – Visani M., *I vantaggi del modello monistico*, articolo de Il Sole 24 Ore, documento disponibile al link: <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2015-08-05/i-vantaggi-modello-monistico-063758.shtml?uuid=ACKmu8c>.

Funai D., *Il modello ERM come strumento trasversale per la gestione dei rischi e le sue implicazioni operative e gestionali*, 2012, documento disponibile al link: [http://www.ordineattuari.it/media/6376/Dott.%20Fumai%20-%20Seminario%20ERM\\_545.pdf](http://www.ordineattuari.it/media/6376/Dott.%20Fumai%20-%20Seminario%20ERM_545.pdf);

Il Sole 24 Ore SpA, articolo disponibile al link: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2014-08-05/aggiornamento-codice-autodisciplina-societa-143650.php>;

Il Sole 24 Ore SpA, articolo disponibile al link: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2015-10-01/le-modifiche-codice-autodisciplina-societa-quotate-solco-recenti-orientamenti-legislativi-interni-ed-internazionali-102140.php>;

Riforma Vietti, <http://www.bankpedia.org/index.php/it/125-italian/r/22135-riforma-vietti>.

Rossi A., *La responsabilità del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e il sistema sanzionatorio*, documento disponibile all'indirizzo: <http://www.rivista231.it/Pagine/Pagina.asp?Id=297>.

Sarbanes-Oxley Act e trasparenza negli USA, articolo del 2 Marzo 2004, documento disponibile al link: <http://www.irtop.com/blog/investor-relations-news/171-sarbanes-oxley-act-e-trasparenza-in-usa.html>.

Schiattone S.S., *Soci di minoranza e strumenti di tutela nelle società per azioni quotate in borsa*, Altalex, 2004, documento disponibile al link: <http://www.altalex.com/documents/news/2004/07/21/soci-di-minoranza-e-strumenti-di-tutela-nelle-societa-per-azioni-quotate-in-borsa>;

The Boston Consulting Group, *The art of Risk management*, documento disponibile al link: [https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial\\_management\\_art\\_of\\_risk\\_management/?chapter=2#div\\_exhibit\\_2](https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial_management_art_of_risk_management/?chapter=2#div_exhibit_2).

The Institute of Internal Auditors, *Codice Etico*, documento disponibile al link: <http://www.aitiaweb.it/codice-etico>;

Tuttocamere, *Relazione al D.Lgs. 6/2003*, documento disponibile al link: [http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS\\_RELAZIONE\\_Cod\\_Civ.pdf](http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS_RELAZIONE_Cod_Civ.pdf).

## INDICE DELLE FIGURE

Figura 1: La relazione proporzionale tra il rischio e il rendimento sintetizzata dal CAPM, Fonte: The Capital Asset Pricing Model, Robert Allan Hill, Ventus Publishing, 2010.

Figura 2: Classificazione dei rischi aziendali, Fonte: *The art of risk management*, The Boston Consulting Group, documento disponibile al link: [https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial\\_management\\_art\\_of\\_risk\\_management/?chapter=2#div\\_exhibit\\_2](https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial_management_art_of_risk_management/?chapter=2#div_exhibit_2).

Figura 3: Tabella comparativa delle principali differenze tra l'approccio tradizionale al *risk management* e l'*Enterprise Risk Management*. Fonte: Olson L.D. – Wu D.D., *Enterprise Risk Management*, World Scientific, 2008.

Figura 4: COSO ERM cube. Fonte: Moeller R., *COSO Enterprise Risk Management: Understanding the new Integrated ERM Framework*, John Wiley and Sons, 2007.

Figura 5: La matrice probabilità-impatto ed il risk rating. Fonte: Floreani A., *Enterprise Risk Management: I rischi aziendali e il processo di risk management*, EDUCatt, 2004.

Figura 6: Ottimizzazione del portafoglio dei controlli in funzione dei costi: il livello ottimale di rischio residuo. Fonte: Internal Auditing, Seconda Edizione: Chiave per la corporate Governance, Dittmeier C., EGEA SpA, 2011.

Figura 7: *Strategic risk destroy the greatest value*. Fonte: *Executive guidance, reducing risk management's organizational drag*, CEB, documento disponibile al link: <https://www.cebglobal.com/exbd-resources/pdf/executive-guidance/eg2014-q3-final.pdf?cn=pdf>.

Figura 8: *Risks are less apparent among non-managers*. Fonte: *Executive guidance. Reducing risk management's organizational drag*, CEB, documento disponibile al link: <https://www.cebglobal.com/exbd-resources/pdf/executive-guidance/eg2014-q3-final.pdf?cn=pdf>.

Figura 9: *Risks are less apparent among non-managers*. Fonte: *Executive guidance. Reducing risk management's organizational drag*, CEB, documento disponibile al link: <https://www.cebglobal.com/exbd-resources/pdf/executive-guidance/eg2014-q3-final.pdf?cn=pdf>.