

## La *governance* delle imprese pubbliche locali \*

Marco Elefanti – Daniele Cerrato

Università Cattolica del Sacro Cuore – sede di Piacenza

### 1. Premessa

I cambiamenti avvenuti nell'ultimo decennio nel settore dei servizi pubblici locali hanno reso di estrema attualità l'esigenza di ricercare nuovi equilibri tra enti locali e imprese di servizi pubblici o, in termini diversi, tra proprietà pubblica ed esigenza di tutela dell'interesse pubblico, da un lato, e autonomia imprenditoriale, dall'altro (Cerrato, 2006; Elefanti, 2006). A seguito dei processi di liberalizzazione e dei mutamenti degli assetti proprietari, sono emerse in misura crescente strategie e percorsi di sviluppo, che contribuiscono ad "allentare" i legami delle imprese con l'ente locale proprietario. Tale tendenza caratterizza, in particolare, le *utilities* quotate in Borsa. Al di là delle specifiche strategie di sviluppo realizzate (rafforzamento nel proprio contesto di riferimento, espansione in nuove aree territoriali attraverso la partecipazione a gare, arricchimento del sistema d'offerta in ottica *multiutility* e avvio di nuove iniziative in business diversi dall'attività caratteristica, ecc.), le imprese di servizi pubblici locali si trovano a dover affrontare uno scenario nel quale, a fronte del peso ancora significativo degli enti locali, la numerosità degli attori coinvolti nella gestione aziendale è maggiore.

In questo contesto, si comprende la centralità del tema della *governance*, ossia dell'insieme di regole e meccanismi attraverso cui si garantisce l'equilibrio tra le attese e i contributi dei diversi soggetti coinvolti nella vita dell'impresa (Airoldi, 1996). Le strutture di *governance* delle imprese devono rispondere all'esigenza di:

- tutelare gli interessi dell'azionista pubblico di riferimento e l'interesse pubblico, in generale;

---

\* Il lavoro è il risultato di una comune attività di ricerca degli autori. Tuttavia, Marco Elefanti ha curato, in particolare, i paragrafi 2 e 4 e Daniele Cerrato i paragrafi 3 e 5. I paragrafi 1 e 6 sono da attribuire ad entrambi.

- ripartire in maniera equilibrata i poteri tra i diversi soggetti;
- garantire la trasparenza nell'azione amministrativa e il controllo del rispetto della legalità della stessa.

L'analisi dei sistemi di corporate governance delle *utilities* a controllo pubblico assume fondamentale importanza ai fini della comprensione delle logiche di governo di queste imprese, dei rapporti con la proprietà e delle modalità di svolgimento dei processi decisionali strategici.

Partendo da una prospettiva di ricerca focalizzata sull'analisi delle caratteristiche e del funzionamento dei consigli di amministrazione e degli altri organi di governo, il presente lavoro propone un framework per l'analisi dei sistemi di governance, con l'obiettivo di evidenziare similitudini/differenze nelle scelte di governance adottate dalle *local utilities* quotate in Borsa. Allo scopo di tenere conto delle caratteristiche peculiari di tali imprese, particolare attenzione viene posta sul ruolo della proprietà pubblica.

Il lavoro è articolato in sei paragrafi. Il paragrafo 2 introduce il tema della corporate governance attraverso il riferimento alle principali prospettive d'analisi diffuse in letteratura. Dopo aver sottolineato gli elementi peculiari della governance delle *utilities*, con particolare attenzione al rapporto tra ente pubblico locale e impresa (par. 3), viene illustrato un modello per l'analisi dei sistemi di corporate governance (par. 4). Il paragrafo 5 è dedicato alla presentazione e al commento delle principali evidenze empiriche emerse dall'analisi condotta sulle *local utilities* italiane quotate in borsa. Nella parte finale (par. 6) sono tratte le conclusioni e le principali implicazioni del lavoro per il management delle imprese e per la ricerca futura.

## **2. Gli studi sulla corporate governance**

Il ruolo attribuito alla corporate governance negli ultimi decenni ha subito una significativa evoluzione, che risulta efficacemente descritta dalle definizioni che seguono:

[Governance is] “the process of supervision and control intended to ensure that the company’s management acts in accordance with *the interests of shareholders*” (“Cadbury Report. The Financial Aspects of Corporate Governance”, Financial Reporting Council, United Kingdom, 1992);

“the governance role is not concerned with the running of the business of the company per se, but with giving *overall direction* to the enterprise, with *overseeing and controlling*

the executive actions of management and with satisfying legitimate expectations of accountability and regulation *by interests beyond the corporate boundaries*” (Tricker 1984).

Tale evoluzione è avvenuta a fronte di un profondo cambiamento nel rilievo attribuito al management nella conduzione e nelle scelte di sviluppo dell’impresa rispetto al peso e al ruolo riconosciuto alla proprietà. Infatti, i sistemi di corporate governance sono stati, in un primo tempo, considerati alla stregua di strumenti di supervisione e controllo da parte della proprietà sulle scelte del management aziendale, volti, pressoché esclusivamente, alla tutela e al perseguimento degli interessi degli azionisti. In un secondo tempo, la governance aziendale ha assunto il rango di “strumentario” per la valutazione e il controllo del grado di coerenza dell’azione del management rispetto al perseguimento degli interessi e delle aspettative delle diverse categorie di portatori d’interessi (stakeholders) che gravitano nell’orbita aziendale.

Questa seconda accezione di governance aziendale risulta particolarmente coerente con le peculiarità dell’impresa pubblica locale che, grazie agli equilibri di attribuzioni e poteri assegnati ai propri organi di indirizzo, decisione e controllo, persegue l’introduzione di forme di garanzia e verifica della capacità aziendale di contemperare gli interessi e le aspettative delle diverse tipologie di portatori di interesse coinvolti nel dinamico sviluppo aziendale. Pertanto l’impresa pubblica locale, ancor più se quotata, è impegnata a progettare e a sviluppare sistemi e schemi di governance aziendale in grado di garantire la diffusa e ampia tutela dei molteplici interessi in campo.

Successivamente, con specifico riferimento all’ultimo decennio, il tema della *corporate governance* è stato oggetto di ampio interesse da parte degli studi di management e si sono diffuse numerose ricerche sulle caratteristiche e sulle modalità di funzionamento dei consigli di amministrazione (Daily, Dalton e Cannella, 2003).

Le prospettive teoriche adottate negli studi su questo tema sono molteplici. Nella prospettiva della teoria dell’agenzia (Fama e Jensen 1983; Jensen e Meckling, 1976), si enfatizza il ruolo di controllo svolto dal CdA, chiamato a svolgere soprattutto una funzione di mediazione tra management e proprietà, allo scopo di ridurre il rischio di comportamenti opportunistici da parte del management. La teoria dell’agenzia muove dall’assunto che vi sia un conflitto di interessi tra *shareholder* e manager. In tale ottica, il *board* rappresenta il luogo di salvaguardia degli interessi della proprietà. Questa prospettiva sottolinea, inoltre, l’esigenza di meccanismi di incentivazione appropriati, atti a far sì che vi sia allineamento tra scelte strategiche dei manager e interessi degli *shareholder*.

La funzione di controllo non esaurisce il ruolo del CdA. Il board rappresenta, infatti, anche una fonte di legittimazione esterna dell'impresa (Hillman *et al.* 2000), la quale può beneficiare di maggiore facilità di accesso alle risorse tramite il network attivato dai singoli consiglieri. Altri studi (Judge e Zeithaml, 1992; Stiles, 2001) sottolineano il contributo del CdA alla gestione strategica dell'impresa, ossia la sua funzione di supporto e di consulenza, che si sostanzia nella partecipazione al processo decisionale strategico e nella collaborazione attiva alla definizione delle strategie aziendali.

Tutte queste prospettive sono utili nel quadro dell'analisi proposta. Tuttavia, nelle aziende in esame, assume particolare importanza la prospettiva secondo cui il CdA si pone innanzitutto come luogo di mediazione tra i diversi stakeholder aziendali, sia interni sia esterni all'impresa. Il board rappresenta la sede di rappresentanza di interessi diversi e, pertanto, il "luogo" politico, in senso lato, in cui si attuano processi di negoziazione tra una pluralità di attori (Ravasi e Zattoni, 2006).

### **3. Le peculiarità della governance delle *public utilities***

Pur nella varietà delle strategie perseguite, i percorsi di sviluppo delle imprese sono riconducibili a due opzioni fondamentali, a seconda che prevalga l'una o l'altra delle seguenti spinte: la vocazione territoriale, ossia la valorizzazione dell'elemento "territoriale" connaturato all'azienda; la vocazione industriale-imprenditoriale, ossia l'intento di rafforzare la propria capacità competitiva nel mercato, facendo leva sul patrimonio di risorse e competenze presenti in azienda. Nel primo caso, il contributo allo sviluppo locale qualifica la missione aziendale, nel senso che il presidio del contesto territoriale, il rafforzamento della relazione con l'ente locale quale interlocutore principale e il legame con la comunità di riferimento sono gli elementi salienti dell'orientamento strategico e rappresentano i *driver* fondamentali dello sviluppo aziendale. Nel secondo caso, l'impresa tende a svincolarsi dall'ente locale di riferimento, concentrandosi piuttosto sull'intento di rispondere agli stimoli provenienti dal mercato, inteso, in senso lato, come sede di tutte le opportunità (ovunque esse siano localizzate) di valorizzazione del proprio *know how* tecnico e commerciale e delle proprie competenze distintive.

Il rapporto tra società di servizi pubblici locali ed ente pubblico locale si sviluppa su un terreno nuovo rispetto al passato. Da un lato, la moderna società di gestione dei servizi pubblici locali vede valorizzata la propria autonomia imprenditoriale e gestionale. Dall'altro, la natura pubblica del servizio erogato impone agli enti locali un ruolo attivo nel garantire la

tutela dell'interesse pubblico. Nel contesto attuale l'ente locale passa da "azienda di servizi" ad "azienda di gestione di relazioni interistituzionali" (Garlatti, 2004). Assumono, perciò, crescente rilevanza le funzioni di indirizzo e controllo dell'ente locale. L'equilibrio tra funzione d'indirizzo pubblico e funzione imprenditoriale è particolarmente complesso proprio per la molteplicità di ruoli, non sempre facilmente separabili, che l'ente locale esercita.

In effetti, il cambiamento nel settore dei servizi pubblici locali si manifesta nelle strategie, nell'organizzazione e nelle logiche di funzionamento non solo delle imprese di servizi pubblici locali, ma anche degli enti locali, per il quali la maggiore complessità del proprio ruolo impone un rinnovamento delle competenze interne (Garlatti, 2002), dei processi di governo strategico e di gestione delle relazioni con altri soggetti.

In particolare, nell'analisi del rapporto ente locale-imprese partecipate, sono due le aree meritevoli di particolare attenzione:

- la *governance* e l'attività d'indirizzo strategico da parte dell'ente locale;
- le leve a disposizione dell'ente locale per la gestione delle partecipazioni e gli strumenti di direzione e controllo sulle aziende controllate.

Il rischio insito nel nuovo assetto dei servizi pubblici locali è duplice. Da un lato, l'esercizio della funzione di indirizzo da parte dell'ente locale potrebbe finire con il comprimere indebitamente l'autonomia aziendale, con la conseguenza che la logica economico-aziendale venga subordinata ad una logica strettamente "politica". Tale rischio è tanto maggiore nel caso di aziende pubbliche di piccole dimensioni, nelle quali si riscontra maggiormente la carenza di competenze manageriali.

Dall'altro lato, può accadere che l'azienda sfrutti l'asimmetria informativa, di cui si avvantaggia rispetto all'ente proprio in quanto gestore dei servizi, per adottare comportamenti opportunistici e di fatto esautorare l'ente stesso del suo potere di indirizzo (De Vincenti e Spadoni, 2000). Questo aspetto è estremamente rilevante alla luce delle tendenze manifestatesi in questi anni, soprattutto nelle imprese di maggiore dimensioni, nelle quali c'è il rischio di un'eccessiva concentrazione di potere da parte del management, non adeguatamente bilanciata dall'effettivo esercizio di poteri di indirizzo e controllo da parte dell'ente locale.

Il nuovo contesto rende necessario, pertanto, un cambiamento anche negli enti locali, nell'esercizio del proprio ruolo di azionisti di riferimento delle imprese. Indagini empiriche

recenti evidenziano “un quadro di grande frammentazione delle responsabilità, con frequenti sovrapposizioni tra le funzioni di proprietà (facenti di regola capo ai vertici dell’ente) e quelle di committenza (ricondotte ai settori specifici specializzati per tipologia di servizio); non è inoltre, in molti casi, individuato uno specifico presidio organizzativo (ufficio partecipate o simili) e, qualora esistente, questo tende a focalizzarsi su compiti amministrativi e formali. Gli stessi strumenti di controllo (analisi di bilancio, analisi della reportistica non finanziaria, costruzione di database, ecc.) appaiono poco sviluppati, a fronte di un sistema di relazioni che pare ancora molto giocare sul piano politico (rapporto diretto dei vertici dell’impresa con il Sindaco o l’Assessore di riferimento) e dei confronti informali. In altri termini, l’evoluzione verso modelli evoluti di corporate governance delle public utilities locali non passa semplicemente attraverso processi di trasformazione delle imprese, ma richiede, al tempo stesso, un forte processo di riqualificazione sul piano professionale e gestionale degli enti locali”<sup>1</sup>.

Il ripensamento delle relazioni tra enti locali ed imprese di servizi pubblici si pone come una criticità del processo di riorganizzazione delle attività di servizio pubblico. Nuove sfide e nuovi fabbisogni, in termini di competenze, progettualità e capacità strategica, s’impongono non solo per le imprese, ma anche per gli enti locali (Borgonovi, 2002), la cui capacità di *governance* diviene, perciò, un elemento determinante del buon funzionamento dei servizi pubblici locali.

#### **4. Un modello per l’analisi della governance delle imprese a controllo pubblico**

Per l’analisi della governance delle imprese pubbliche locali è proposto lo schema descritto nella figura 1, che evidenzia le dimensioni cruciali per la creazione di un equilibrato processo di sviluppo e governo delle imprese pubbliche locali. L’esigenza di un sistema equilibrato e coerente di poteri connessi all’espletamento delle scelte d’indirizzo strategico, di gestione e di verifica, valutazione e controllo dei conti e della legalità dell’azione amministrativa è tanto più rilevante nelle società a proprietà pubblica locale ove, nella stragrande maggioranza dei casi, si verificano le due seguenti situazioni con riguardo all’esercizio del ruolo proprietario:

- da un lato prevale, tra gli enti locali soci, un assetto contraddistinto da dimensione e massa critica talmente ridotta, a livello di struttura organizzativa, da impedire lo sviluppo di una funzione aziendale adeguata all’esercizio del ruolo (valutazione delle

---

<sup>1</sup> Si fa riferimento al report di una ricerca promossa nel 2006 da alcune imprese pubbliche locali e realizzata presso l’Università Bocconi dai professori Elefanti, Valotti, Gavazzi e Cristofoli.

scelte strategiche aziendali, apprezzamento dei piani industriali e delle alleanze di lungo periodo, verifica sulla coerenza della missione con gli orientamenti espressi dal socio). Ciò comporta di frequente un processo di evoluzione delle scelte e delle strategie delle imprese pubbliche locali che prescinde dalla volontà degli enti locali, raramente in grado di garantire un concreto bilanciamento di poteri nella presa delle decisioni all'interno dell'impresa;

- nei pochi casi nei quali gli enti soci dispongono di dimensioni, assetti e competenze tali da consentire l'esercizio di un più consapevole ruolo proprietario, le aziende di riferimento (nelle quali gli enti si ostinano a mantenere la maggioranza dell'azionariato, con modelli istituzionali spesso al limite di quanto consentito dal diritto societario<sup>2</sup>) assurgono a dimensioni, livelli e complessità degli ambiti di intervento e ampiezza dei mercati di riferimento tali da rendere squilibrata e asimmetrica la relazione con l'ente locale di riferimento. Ne sono esempi imprese pubbliche locali come A2A, Iride, Acea e Hera. L'ente locale in questi casi esercita un ruolo subordinato rispetto a scelte di fondo e orizzonti strategici dettati dal management aziendale e in qualche modo accolti e fatti propri dagli enti proprietari.

Anche alla luce della descritta situazione, che caratterizza il rapporto tra enti soci e imprese impegnate nella gestione dei servizi pubblici locali, la definizione del sistema di corporate governance costituisce una leva fondamentale a disposizione degli enti locali per rafforzare la capacità di governo nei confronti delle proprie imprese.

Il modello prende piede dalla progettazione ex ante (definita in sede di determinazione delle scelte statutarie e degli equilibri di potere sanciti negli eventuali patti parasociali tra i soci di riferimento) di un equilibrato sistema di poteri d'indirizzo strategico e di decisione inerente le scelte di gestione aziendale. Il modello ha l'obiettivo fondamentale di allineare costantemente la proprietà ed il management al perseguimento degli obiettivi che garantiscono fisiologico e funzionale sviluppo all'impresa. Affinché ciò accada, è però necessario che i feed-back derivanti dall'andamento aziendale e dal funzionamento delle dinamiche che contraddistinguono la governance siano raccolti e considerati sistematicamente e determinino, di conseguenza, scelte e modifiche ex-post dell'assetto e degli schemi della governance stessa.

---

<sup>2</sup> Si pensi, ad esempio, al caso della governance di AEM Milano prima della fusione con ASM Brescia in A2A.

Si tratta in sostanza di determinare le condizioni affinché il modello di governance presenti caratteri di dinamicità capaci di garantirne l'efficacia con specifico riguardo a:

- capacità decisionali e tempestività nel riorientare scelte e soluzioni gestionali;
- trasparenza;
- efficacia nelle azioni di verifica e valutazione dell'azione aziendale.

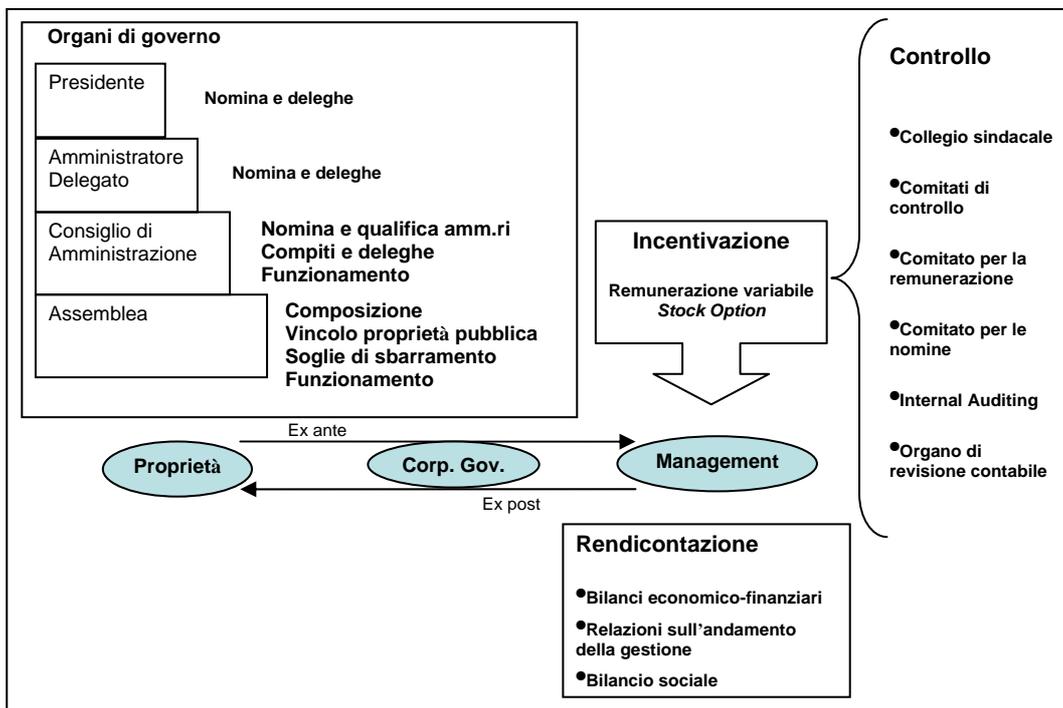
Gli organi deputati a determinare le scelte di indirizzo, nomina degli amministratori e amministrazione d'azienda sono l'Assemblea e il Consiglio di Amministrazione (CdA). E' crescente la consapevolezza che l'organo di riferimento per l'amministrazione orientata al lungo periodo sia il CdA come organo collegiale. E' proprio il *focus* sulla collegialità dell'organo nei processi decisionali che giustifica e richiede una duplice propensione: un atteggiamento omogeneo e uniforme del CdA in termini di propensioni decisionali e, nel contempo, un atteggiamento plurale e differenziato come apporto di competenze. In questa direzione trovano giustificazione, anche nei CdA delle società a partecipazione totalmente o prevalentemente pubblica, la presenza di Consiglieri Indipendenti e, soprattutto, di consiglieri portatori di autonome e distintive competenze che alimentano e condizionano il loro grado di indipendenza.

All'interno dei CdA si pone poi l'esigenza di concentrare le decisioni di gestione in capo ad uno o ad alcuni Consiglieri delegati. A questo proposito, senza correre il rischio di deprimere la decisionalità e la tempestività nel cogliere le opportunità di mercato, nell'impresa pubblica si ritiene coerente un sistema di deleghe orientato ad identificare un capo azienda, a cui attribuire i prevalenti poteri di amministrazione, salvaguardando, però, alcune deleghe "a garanzia" attribuite al Presidente. Si pensi, per esempio, alla delega all'*internal auditing* che, al fine di garantire efficacia all'azione che pone in essere, non è opportuno che sia attribuita al consigliere esecutivo a cui sono anche attribuite le prevalenti responsabilità amministrative e gestionali. Si ritiene, inoltre, che, sempre per ricercare equilibrio nell'esercizio dei poteri di amministrazione e non certo per rallentare o inibire la decisionalità, una interessante soluzione preveda alcune deleghe congiunte ad Amministratore Delegato e Presidente con riferimento a decisioni di particolare rilevanza e impatto. Esempi di situazione decisionale che giustifica una delega congiunta al Presidente ed all'Amministratore Delegato sono rappresentati dalle decisioni di comprovata urgenza e necessità, per le quali non sia possibile convocare in tempi adeguati il CdA. Su questa falsariga si possono ipotizzare assetti di governance che prevedono che Amministratore

Delegato e Presidente possano esercitare in modo congiunto i poteri spettanti al Consiglio in materia di appalti, acquisto di beni strumentali, definizione della struttura dell'impresa, partecipazioni a gare, rilascio di fidejussioni nel caso si tratti di decisioni di comprovata urgenza. In tali casi, il Presidente e l'Amministratore Delegato, nella prima riunione successiva, informano dei provvedimenti adottati il CdA, il quale verifica la sussistenza dei presupposti di necessità e urgenza.

Qualora complessità dei livelli decisionali aziendali lo giustifichino e articolazione e rischio di pleoricità dell'organo amministrativo lo motivino, una soluzione che può garantire maggiore rapidità e tempestività decisionale è rappresentata dall'introduzione all'interno del CdA di un organo esecutivo a cui delegare alcuni aspetti della gestione aziendale nell'ambito degli indirizzi e delle scelte di fondo prese dal CdA. Tale Comitato Esecutivo, laddove previsto, non deve presentare una eccessiva articolazione e deve essere improntato a garantire rapidità e flessibilità alla gestione.

**Figura 1 Le componenti del modello di corporate governance**



Nello schema proposto per l'analisi dell'assetto di corporate governance delle imprese pubbliche locali, è stata, inoltre, considerata la possibilità, ad oggi purtroppo poco utilizzata,

di introdurre sistemi incentivanti nei confronti del management esecutivo, al fine di ricercare un allineamento tra orientamento della proprietà e scelte e comportamenti del management stesso. La ricerca di un crescente allineamento di intenti e obiettivi tra proprietà e management costituisce da sempre il problema alla base di qualunque scelta in tema di governance aziendale. Nel caso delle imprese pubbliche locali le frequenti difficoltà incontrate dalla proprietà in capo agli enti locali nell'esercizio di un costante e sistematico ruolo proprietario impongono a maggior ragione l'introduzione di strumenti di incentivazione del management.

Tali strumenti possono presentare differenti caratteristiche e prevedere meccanismi di variabilizzazione di una componente significativa (almeno il 30 %) della remunerazione del management esecutivo in relazione a obiettivi espressi in termini di risultati economici/finanziari e/o in termini di sostenibilità socio ambientale delle performance aziendali. In alternativa può essere presa in considerazione (anche se tale prassi non è ancora stata introdotta in imprese pubbliche italiane) l'introduzione delle *stock option*. Tale forma di partecipazione del management al capitale di impresa, se regolata con modalità che garantiscano un adeguato orientamento di lungo periodo di manager grazie ad un vincolo alla cessione dei titoli riservati loro dall'azienda, può costituire, anche nelle imprese pubbliche, un funzionale e opportuno meccanismo di responsabilizzazione e orientamento del management agli obiettivi della proprietà.

A fronte dell'introduzione di tali meccanismi di incentivazione del management la proprietà può modulare l'orientamento di quest'ultimo tra obiettivi di massimizzazione del valore economico (espresso dal corso del titolo) e di massimizzazione della sostenibilità sociale delle scelte d'impresa (espresso da indicatori di sostenibilità socio-ambientale che potrebbero essere inseriti quali parametri di valutazione dell'operato del management).

Un ulteriore tema di particolare rilevanza e dai caratteri distintivi nella messa a punto di un sistema di governance dell'impresa pubblica concerne il sistema di rendicontazione. Com'è noto, a fronte di una crescente sensibilità dell'*utility* locale, specialmente se pubblica, ad orientare la propria azione alle aspettative di una vasta e articolata gamma di stakeholders, risulta determinante, per far crescere il grado di *accountability*, sviluppare un sistema di rendicontazione non vincolato e limitato alla sfera economico-finanziaria. Sul fronte della rendicontazione non economico-finanziaria e orientata alla sfera socio-ambientale, le aziende si sono ad oggi indirizzate verso schemi metodologici volti a riprendere le migliori prassi nazionali e internazionali. Sul tema non sarebbe di poco rilievo la definizione di principi e

raccomandazioni riconosciute su scala sopranazionale, in grado di favorire il confronto e la valutazione incrociata delle performance tra imprese operanti nell'ambito di servizi omogenei anche su territori contraddistinti da elementi di forte differenziazione.

L'ulteriore dimensione su cui si concentra lo schema di analisi del sistema di governance delle imprese pubbliche concerne il sistema dei controlli. Su questo fronte le imprese pubbliche sviluppano sistemi prevalentemente concentrati sul controllo legale e contabile, operati da organi professionali in sintonia con quanto previsto dalle norme del codice civile. In tema di controlli, pertanto, è prevalente il ruolo assegnato al collegio sindacale (controllo legale) e all'organo di revisione (controllo contabile), senza dimenticare che di frequente le due funzioni sono accorpate in capo al collegio sindacale.

Solamente nelle imprese pubbliche locali quotate è prevista l'introduzione dei Comitati di controllo interni al CdA. La loro introduzione costituisce un interessante strumento di dialettica interna ai CdA ed è, pertanto, consigliata anche per le *utilities* locali non quotate. I presupposti per la loro attivazione sono però la presenza nei CdA di consiglieri non esecutivi indipendenti (ad esempio, nei comitati di controllo non possono essere presenti consiglieri esecutivi) o, comunque, di consiglieri in possesso di requisiti professionali in grado di consentire ai comitati una dinamica di funzionamento con adeguate garanzie di partecipazione e di pluralismo nella capacità di giudizio e di valutazione. Tra i comitati che presentano elementi di interesse anche nelle imprese pubbliche locali vi è il Comitato remunerazione, finalizzato a garantire coerenza ed equilibrio ai compensi riconosciuti ai diversi livelli manageriali e ai ruoli nelle partecipate. Ulteriore organo di controllo rilevante nelle *utilities* locali è l'Organo di sorveglianza (che non è organo necessariamente interno al Consiglio), istituito ai sensi della legge 231/2001. Esso rappresenta un organo importante, alla luce della rilevanza assunta dalla perseguibilità penale delle imprese pubbliche, stante l'intensità e la frequenza dei rapporti con la pubblica amministrazione.

In sintesi, il modello di analisi della governance delle imprese pubbliche descritto rappresenta le dimensioni rilevanti nel governo dell'impresa locale laddove, nella progettazione ex ante del sistema di equilibrio di poteri e nella sua valutazione ex post, risulta fondamentale concepire sistemi di indirizzo, decisione e controllo in grado di garantire e ricercare:

- tempestività decisionale;
- rigore nel valutare le alternative di scelta e decisione;
- rispetto delle regole;

- *accountability* e trasparenza;
- controlli di sostanza relativi al rispetto della legalità.

## 5. L'indagine empirica

### 5.1 *Le imprese analizzate e i dati raccolti*

L'analisi empirica è stata condotta sulle imprese pubbliche locali quotate in Borsa. I dati sono tratti da una pluralità di fonti: relazioni sulla corporate governance (al 31.12.2006), statuti, bilanci e relazioni sulla gestione, siti web delle imprese, Consob e Borsa Italiana<sup>3</sup>.

L'indagine si basa prevalentemente sulla raccolta e l'analisi di dati riguardanti: assetto proprietario delle imprese; dimensione e composizione del CdA e dei comitati costituiti al suo interno, nonché alcuni indicatori che possano fungere da variabili *proxy* del suo funzionamento; separazione/sovrapposizione tra le figure del presidente e dell'amministrazione delegato; remunerazione del management ed eventuali meccanismi d'incentivazione. I risultati di tali analisi sono utilizzati per formulare alcuni commenti sulle caratteristiche degli organi di governo e, in particolare, sui punti di forza e le criticità dei sistemi di governance adottati dalle imprese in esame.

### 5.2 *I risultati*

#### *La proprietà pubblica*

Nella tabella 1 sono riportati i dati relativi alla proprietà pubblica delle imprese analizzate e agli eventuali vincoli previsti dalle disposizioni statutarie. In cinque casi – ASM Brescia, ACEA Roma, AEM Milano, ACSM Como e ASCOPIAVE, lo statuto delle società non prevede espressamente che la maggioranza del capitale sociale resti nelle mani degli enti pubblici locali (o di società da queste controllate). In due di questi casi – Gruppo AEM Milano e ACSM Como – gli enti locali sono già scesi sotto la soglia del 50%. La quota di proprietà pubblica varia dal minimo del 40,5% di ACSM Como al massimo del 74,2% di

---

<sup>3</sup> L'analisi è stata realizzata nel 2007 e non tiene conto, pertanto, di alcuni cambiamenti intervenuti nel periodo di pubblicazione del lavoro. In particolare, dal 1 gennaio 2008 è efficace la fusione per incorporazione in AEM Milano di A.S.M. Brescia. A seguito di tale operazione è operativo il nuovo gruppo societario A2A S.p.A.

ASM Brescia. Nel caso di ACSM Como va, però, tenuto presente che il 20% del capitale è detenuto da AEM Milano.

Il ruolo fondamentale dell'ente locale-proprietario è dimostrato soprattutto dai vincoli che gli statuti pongono in capo a soggetti diversi dai Comuni (o da società da essi controllate) in merito al possesso di azioni con diritto di voto. Tutti gli statuti (ad eccezione di ASCOPIAVE), infatti, prevedono una soglia massima, che va dal 2% del Gruppo Hera all'8% di ACEA.

**Tabella 1 Assetto proprietario delle *utilities* quotate (dati 2007)**

<i>Azienda</i>	<i>Quota azionaria di proprietà pubblica<sup>4</sup></i>	<i>Proprietà pubblica &gt; 50% (vincolo statutario)</i>	<i>Percentuale massima di azioni con diritti di voto per soggetti diversi dai Comuni (e società da essi controllate)</i>
<b>GRUPPO HERA SPA</b>	58,36 <sup>5</sup>	SI	2%
<b>ASM BRESCIA</b>	74,24	NO	5%
<b>ACEGAS Trieste-APS Padova</b>	62,85	SI	5%
<b>ACEA Roma</b>	51	NO	8%
<b>AEM Milano</b>	43,27	NO	5%
<b>ACSM Como</b>	40,5	NO	4%
<b>IRIDE*</b>	58,34	SI	5%
<b>ASCOPIAVE **</b>	60,02%	NO	Non prevista
<b>ENIÀ***</b>	65%	SI	5%

\* 31-10-2006: fusione AEM Torino e AMGA Genova e quotazione come IRIDE

\*\* quotata a partire dal 12 dicembre 2006

\*\*\* quotata a partire dal 10 luglio 2007

#### *Struttura e funzionamento degli organi di governo*

La dimensione del CdA è tradizionalmente considerata un elemento chiave per valutarne la struttura e per formulare una serie di considerazioni sul suo funzionamento. Com'è sottolineato in letteratura, non esiste una dimensione ottimale e fattori quali la dimensione aziendale e l'assetto proprietario, oltre che le caratteristiche del business, possono influenzare le scelte in merito a questo aspetto (Corbetta e Minichilli, 2005). Nelle

<sup>4</sup> La quota azionaria di proprietà pubblica fa riferimento alle azioni possedute o direttamente dai Comuni o da società da essi controllate.

<sup>5</sup> Nessun azionista pubblico ha una quota del capitale superiore al 15%.

imprese considerate, in un *range* da otto a tredici consiglieri rientrano sei delle imprese esaminate. Spiccano, come casi limite il Gruppo Hera (la cui struttura proprietaria è estremamente frammentata), con diciotto consiglieri e ASCOPIAVE, la più piccola tra le imprese esaminate, con cinque consiglieri.

Piuttosto omogenee sono le scelte in termini di numerosità degli amministratori non esecutivi in rapporto al totale degli stessi. In sostanza, il Presidente è il solo consigliere esecutivo, insieme all'amministratore delegato, laddove previsto. ENIÀ è il solo caso in cui figurano tre consiglieri esecutivi. Nella quasi totalità dei casi sussiste per gli amministratori non esecutivi il requisito di indipendenza, sulla base delle condizioni previste dal Codice di Autodisciplina del 14 marzo 2006, predisposto dal Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate, promosso da Borsa Italiana. La presenza di consiglieri indipendenti, ossia di consiglieri non esecutivi privi di legami d'interesse con l'impresa, è considerata utile a contribuire alla tutela della pluralità di interessi che si coagulano intorno all'impresa nonché alla soluzione di potenziali conflitti (Corbetta e Minichilli, 2005). Tale funzione appare particolarmente importante in imprese come le *utilities* che si caratterizzano per elevata eterogeneità degli stakeholder aziendali, sia economico-imprenditoriali che politico-sociali.

**Tabella 2** Caratteristiche dei CdA delle *utilities* quotate

<i>Azienda</i>	<i>Dimensione CdA</i>	<i>Consiglieri non esecutivi</i>
<b>GRUPPO HERA SPA</b>	18	16
<b>ASM BRESCIA</b>	8	7
<b>ACEGAS Trieste-APS Padova</b>	13	11
<b>ACEA Roma</b>	9	7
<b>AEM Milano</b>	9	8
<b>ACSM Como</b>	10	9
<b>IRIDE</b>	12	10
<b>ASCOPIAVE</b>	5	4
<b>ENIA</b>	11	8

Il quadro appare più variegato se si analizza la carica di amministratore delegato (AD) (Tab. 3). La *CEO duality*, ossia la sovrapposizione delle due cariche in una stessa persona, è

da molti considerata una soluzione non preferibile, in virtù dell'eccessiva concentrazione di potere che essa crea e che può andare a scapito del ruolo del CdA stesso. Cinque delle imprese esaminate prevedono un AD diverso dal Presidente, mentre nei restanti casi la figura dell'AD o non è espressamente prevista o, pur essendo prevista, il Presidente ricopre anche quel ruolo.

Quattro imprese – Gruppo HERA, ASM Brescia, Acegas Trieste-APS Padova, ACSM Como – prevedono anche la figura del direttore generale nella propria struttura manageriale.

**Tabella 3 Separazione/coincidenza tra le cariche di Presidente e Amministratore Delegato**

<b>Presidente = AD<sup>6</sup></b>	<b>Presidente ≠ AD</b>
ASM Brescia	Gruppo HERA
AEM Milano	ACEGAS Trieste-APS Padova
ACSM Como	ACEA Roma
ASCOPIAVE	IRIDE
	ENÌA

Un ulteriore indicatore della struttura dei consigli di amministrazione è rappresentato dalla presenza di comitati. I più importanti sono quelli per il controllo interno, per la remunerazione e per le nomine. I comitati per il controllo interno e per la remunerazione sono presenti in tutte le imprese considerate e formati interamente da consiglieri non esecutivi, coerentemente con le raccomandazioni proposte dal codice di autodisciplina di Borsa Italiana. Soltanto ASM Brescia ha istituito il comitato per le nomine, formato da due consiglieri indipendenti.

Il Comitato per il controllo interno è formato in tutti i casi da tre componenti, tranne che in Acegas-Aps (quattro membri) e Gruppo Hera (cinque membri). Analogamente anche il Comitato per la remunerazione è formato da tre elementi in tutti i casi tranne che in HERA, in cui sono quattro.

HERA e ACSM Como hanno anche istituito un Comitato Esecutivo. Nel Gruppo HERA tale comitato, formato dal presidente, dall'amministratore delegato e da un consigliere non esecutivo, esprime un parere preventivo sul piano industriale del gruppo e sulla nomina dei dirigenti di primo livello rispetto alla presentazione al consiglio di amministrazione. Tale

<sup>6</sup> In questa colonna sono inclusi sia i casi in cui la figura dell'amministratore delegato sia prevista e coincida con quella del presidente i casi in cui non sia prevista.

comitato si è riunito tre volte nel corso del 2006. Nel caso di ACSM il comitato strategico, formato dal presidente e da tre consiglieri non esecutivi, si è riunito una sola volta nel corso del 2006, allo scopo di predisporre le linee guida del piano industriale della società<sup>7</sup>. Peculiare è il caso di ASM Brescia, in cui, come si legge nella relazione sulla corporate governance, è presente un Comitato di Sviluppo Strategico, costituito da sei componenti: accanto a due amministratori (presidente e vicepresidente), figurano il direttore generale e da tre vice direttori generali. Tale comitato rappresenta la sede privilegiata dei principali processi strategici del gruppo, tenuto anche conto della sua operatività elevata. Esso si è, infatti, riunito 36 volte nel corso dell'anno.

Il numero di riunioni del CdA e dei comitati può essere adoperato come *proxy* del suo funzionamento e per trarre alcune considerazioni sull'effettivo contributo di questo organo di governo alla gestione strategica dell'impresa. La tabella 4 presenta i dati sul numero di riunioni tenutesi nell'esercizio 2006 del CdA e dei due più importanti comitati, quello per il controllo interno e quello per la remunerazione<sup>8</sup>.

**Tabella 4 Numero di riunioni del CdA e dei comitati (2006)**

<i>Azienda</i>	<i>CdA</i>	<i>Comitato per il Controllo Interno</i>	<i>Comitato per la remunerazione</i>
<b>Gruppo HERA</b>	14	6	3
<b>ASM Brescia</b>	18	5	2
<b>ACEGAS Trieste-APS Padova</b>	11	10	2
<b>ACEA Roma</b>	8	6	1
<b>AEM Milano</b>	10	6	3
<b>ACSM Como</b>	26	6	0
<b>IRIDE</b>		-	
<b>ASCOPIAVE</b>		-	
<b>ENÌA</b>		-	

<sup>7</sup> In ACSM è altresì previsto un comitato per la direzione e il coordinamento delle società controllate e dei loro investimenti", composto da due consiglieri non esecutivi. Tale comitato non si è, però, mai riunito nel corso del 2006.

<sup>8</sup> I dati su IRIDE, ASCOPIAVE ed ENÌA non sono riportati, in quanto non disponibili per l'intero anno e, perciò, non confrontabili con gli altri.

Evidentemente non è possibile stabilire a priori un numero ottimale di riunioni. Si possono, ad ogni modo, fare due osservazioni:

- si riscontra un'operatività piuttosto intensa dei CdA, considerato che, tranne che in un caso, essi si sono riuniti almeno dieci volte, ossia con cadenza almeno mensile. Il numero medio di riunioni è 14,5. Tale dato sull'operatività e, dunque, sull'importanza del CdA nell'ambito degli organi di governo è tanto più significativo, se si considera che nello stesso anno il numero medio di riunioni del CdA, calcolato sulle maggiori società italiane quotate in borsa, è stato di 9,7<sup>9</sup>;
- Vi è una significativa variabilità tra le imprese: si va dalle 8 riunioni del CdA di ACEA alle 26 di ACSM.

#### *Remunerazione e incentivazione del management*

L'ultimo elemento indagato è il sistema di remunerazione del management e l'esistenza di eventuali meccanismi d'incentivazione. Nella tabella 5 è riportata, per le cariche di Presidente, Vicepresidente e Amministratore Delegato (laddove previsti), la quota della remunerazione riconducibile a bonus e incentivi. L'indicatore è costruito come rapporto tra "bonus e incentivi" e "totale compenso", laddove quest'ultimo è dato dalla somma di emolumenti per la carica, benefici non monetari, bonus ed altri incentivi e altri compensi. Il ricorso a forme d'incentivazione economica del management è piuttosto limitato. In cinque casi la remunerazione degli amministratori è interamente fissa. Nei casi in cui è prevista anche una parte variabile, essa è legata unicamente ad indicatori di natura economico-finanziaria. Come alcuni studi hanno sottolineato (Valotti, 2006), in considerazione delle peculiarità di queste imprese, sarebbe opportuno collegare una quota della remunerazione ad un paniere di indicatori, non solo economico-finanziari, ma anche connessi ad aspetti qualitativi e sociali della performance aziendale.

Dall'analisi dei contenuti delle relazioni sulla corporate governance si evince, ad ogni modo, la tendenza crescente verso l'introduzione di meccanismi che leghino una parte significativa della remunerazione degli amministratori ai risultati della società e al raggiungimento di specifici obiettivi indicati dal CdA. Ad esempio, a marzo 2007 ASCOPIAVE ha deliberato l'adozione di un sistema di remunerazione incentivante, basato sull'andamento del titolo e delle performance. Analogamente a maggio 2007 il CdA di ENIA ha approvato i criteri per

---

<sup>9</sup> Il valore è calcolato su 170 società italiane quotate, aventi al 24 settembre 2007 una capitalizzazione di Borsa superiore a 250 milioni di euro (SpencerStuart, 2007).

la determinazione della remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche da legare ai risultati economici conseguiti dalla società e/o al raggiungimento di obiettivi specifici preventivamente indicati dal Consiglio di Amministrazione. Inoltre, dalla lettura dei bilanci e delle relazioni sulla corporate governance emerge che nelle società esaminate non sono previsti piani di stock option. Fa eccezione ACEA, in cui a partire dal 2000 sono stati introdotti piani di stock option a favore dei dirigenti.

**Tabella 5 Il peso degli incentivi nella remunerazione del management**

<i>Azienda</i>	<i>Presidente</i>	<i>VicePresidente</i>	<i>Amministratore Delegato</i>
<b>GRUPPO HERA SPA</b>	<b>10,2%</b>	0	0
<b>ASM BRESCIA</b>	0	0	-
<b>ACEGAS Trieste-APS Padova</b>	0	0	0
<b>ACEA Roma</b>	<b>17,5%</b>	-	<b>14,7%</b>
<b>AEM Milano</b>	<b>52,1%</b>	0	-
<b>ACSM Como</b>	0	-	-
<b>IRIDE*</b>	0	0	0
<b>ASCOPIAVE **</b>	0	-	-
<b>ENIA</b>	nd	nd	nd

## **6. Problemi aperti e prospettive nella governance delle *utilities* quotate**

La letteratura sulla corporate governance ha analizzato il tema del coinvolgimento del board nelle decisioni strategiche e il ruolo degli organi di controllo nel garantire trasparenza e *accountability* all'azione aziendale. Questo tema è particolarmente interessante nelle *utilities*, in cui si può ritenere che, ancor più che in altri contesti aziendali, il CdA rappresenti una sede di negoziazione, di formazione del consenso tra una pluralità di attori e di ricerca della convergenza tra interessi eterogenei nella formulazione delle scelte aziendali. Nelle imprese pubbliche locali, inoltre, gli organi di controllo sono fondamentali elementi di garanzia e tutela del perseguimento degli interessi ampi e diffusi dei numerosi portatori di interesse coinvolti nella gestione.

La ricerca futura dovrebbe evidentemente approfondire i meccanismi e le interazioni interne al CdA, cioè analizzare i processi strategici, con l'obiettivo di individuare gli attori chiave degli stessi, con particolare riferimento al ruolo dell'azionista pubblico e al grado di coinvolgimento del CdA nelle decisioni strategiche. Tale indagine completerebbe quella illustrata nel presente capitolo, basata esclusivamente sugli atti e sugli elementi formali che configurano la governance aziendale, facendo riferimento al reale e concreto svolgimento dei processi decisionali. Questo tipo d'indagine potrebbe essere condotta attraverso interviste con rappresentanti della proprietà e membri del board, indagando, ad esempio, alcune sistematiche decisioni strategiche (per esempio la pianificazione degli investimenti) con una ricostruzione puntuale dei contenuti e dei caratteri del processo decisionale e la conseguente rappresentazione del contributo offerto dai diversi protagonisti.

Tale indagine consentirebbe di verificare se nelle *utilities* quotate si sta concretamente realizzando il superamento di una diffusa e prevalente focalizzazione sugli organi – composizione, articolazione, poteri – quale elemento di prevalente specificità nella formulazione della corporate governance delle *utilities* quotate. A tale proposito, basta osservare il focus del dibattito interno alle imprese e tra i soci sviluppatosi, in tema di governance aziendale, nel corso dei recenti noti e significativi processi d'integrazione. Solo in poche grandi imprese, infatti, sono stati introdotti efficaci e significativi strumenti di incentivazione economica del management in grado di contribuire ad allineare orientamento e motivazione del management rispetto agli obiettivi strategici.

Anche lo sviluppo qualitativo del sistema dei controlli non è uniforme. Solo alcune imprese hanno messo a punto sistemi di controllo articolati che partono dai momenti di verifica professionale di professionisti e società specializzate di matrice esterna all'impresa e che si sviluppano con l'introduzione di diversi livelli di controllo interni: Comitati interni al CdA, in grado di guidare l'azione di controllo, dando evidenza ad eventuali lacune nei sistemi in essere; uffici e strutture deputate ai processi di *internal auditing*, focalizzati su processi e procedure di controllo; sviluppo di unità deputate alla gestione del rischio aziendale.

Anche il sistema di rendicontazione è centrato sulla performance economico-finanziaria, esprimendo limiti di efficacia nel rappresentare il grado di perseguimento di finalità di sostenibilità socio-ambientale. Fattori, questi ultimi, centrali per una proprietà pubblica che insiste nel mantenere la maggioranza della proprietà aziendale.

Su queste linee e verso queste direttrici si può sviluppare il sistema di governance delle imprese pubbliche locali. Senza l'affermazione di tali orientamenti che giustificerebbero e

legittimerebbero, stanti le specificità della governance, la proprietà pubblica maggioritaria, l'assetto proprietario delle *utilities* è destinato a divenire quello della classica public company, dove l'ente pubblico socio svolge un ruolo proprietario contraddistinto da dignità e peso simile a quella riconosciuta agli investitori e ai soci privati.

### **Riferimenti bibliografici**

- Airoldi G. (1996), "Assetti istituzionali e assetti organizzativi", in G. Costa, R.C.D. Nacamulli (a cura di), *Manuale di organizzazione aziendale*, Torino, Utet.
- Borgonovi E. (2002), "Nuovo scenario per gli enti locali", *Azienda Pubblica*, 15(1/2), 5-11.
- Cerrato D. (2006), "L'evoluzione del ruolo dell'ente locale nella gestione dei servizi pubblici", in: R. Mele, A. Storlazzi (a cura di), *Aspetti strategici della gestione delle aziende e delle amministrazioni pubbliche*, Cedam, Padova, 157-178.
- Corbetta G. e Minichilli A. (2005), "Il governo delle imprese italiane quotate a controllo familiare: i risultati di una ricerca esplorativa", *Economia&Management*, 6, 59-77.
- Daily C.M., Dalton D.R. e Cannella A.A. (2003), "Corporate governance: Decades of dialog and data", *Academy of Management Review*, 28, 371-382.
- De Vincenti C. e Spadoni B. (2000), "La costruzione del mercato dei servizi pubblici locali", *Mercato, concorrenza, regole*, Il Mulino, Bologna, n. 3.
- Elefanti M. (a cura di) (2006), "Le motivazioni alla base del processo di profonda trasformazione delle imprese pubbliche locali", in M. Elefanti (a cura di), *L'evoluzione delle imprese pubbliche locali. Il caso Eni*, Il Mulino, Bologna.
- Fama, E. e Jensen, M. (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- Garlatti A. (2002), "Deregolamentazione e concorrenza nei servizi pubblici: implicazioni strutturali per l'economia degli enti locali", *Azienda Pubblica*, n. 1-2.
- Garlatti A. (2004), "Nuove scenari e prospettive di evoluzione economico aziendale degli enti locali", *Azienda Pubblica*, n. 4.

- Hillman A.J., Cannella A.A. e Paetzold R.L. (2000), "The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change", *Journal of Management Studies*, 37, 235-256.
- Jensen M.C. e Meckling W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs, and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Judge W. Q. e Zeithaml C.P. (1992), "Institutional and strategic choice perspective on board involvement in the strategic decision process", *Academy of Management Journal*, 35, 766–94.
- Ravasi D. e Zattoni A. (2006), "Exploring the Political Side of Board Involvement in Strategy: A Study of Mixed-Ownership Institutions", *Journal of Management Studies*, 43(8), 1671-1701.
- Stiles P. (2001), "The impact of the board on strategy: An empirical examination", *Journal of Management Studies*, 38(5), 627-650.
- SpencerStuart (2007), "Spencer Stuart Board Index. Osservatorio del Consiglio di Amministrazione delle Società Italiane", Milano.
- Tricker R. (1984), *Corporate Governance*, Gower Press, Aldershot, England.
- Valotti G. (2006), "I nuovi modelli di corporate governance delle imprese pubbliche locali," in: M. Elefanti (a cura di), *L'evoluzione delle imprese pubbliche locali. Il caso Eni*, Cedam, Padova, 95-143.