

CORPORATE GOVERNANCE **IN ITALIA**

a cura di
Giovanna Dossena



G. Giappichelli Editore – Torino



Il ruolo degli amministratori indipendenti nelle imprese partecipate da fondi di investimento

FABIO L. SATTIN * ¹

Non vorrei fare un discorso teorico, per il quale non avrei le competenze specifiche, ma cercare di dare un piccolo contributo di come in pratica noi operatori di *Private Equity* interpretiamo il ruolo degli amministratori indipendenti.

Prendendo spunto da un ottimo lavoro effettuato dal Prof. Ferrarini sul tema, da cui trarrò molte considerazioni, cercherò di fare un inquadramento generale ma premetto che sarò inevitabilmente influenzato dalla specifica esperienza della *Private Equity Partners*, di cui sono presidente e co-fondatore, che opera nel settore da quasi 20 anni.

Come molti fondi di origine anglosassone (anche se operiamo tramite una SGR italiana, noi abbiamo solo investitori istituzionali non italiani prevalentemente statunitensi) abbiamo una impostazione al problema della governance, ed in particolare al tema degli amministratori indipendenti, che in qualche modulo coniuga l'approccio Italiano (investiamo prevalentemente in aziende italiane) e quello Anglosassone (a cui fanno normalmente riferimento i nostri investitori).

Vediamo brevemente i capisaldi della impostazione statunitense.

Prima degli anni settanta il CdA negli USA aveva delle funzioni prevalentemente consultive ed i membri erano scelti tra persone di fiducia del CEO (che quasi sempre era anche Chairman).

Dopo alcuni scandali avvenuti alla fine anni settanta, al consiglio venne riconosciuto il compito di "monitorare" il comportamento del management ed in tal senso un ruolo fondamentale veniva svolto dallo "audit committee", incaricato di monitorare l'informazione finanziaria ed i controlli interni. In sostanza,

* Presidente *Private Equity Partners* SGR S.p.A.

¹ Intervento dell'Autore al Convegno "La Corporate Governance nelle società Non Quotate" svoltosi il 30 gennaio 2006 presso l'Università Bocconi, con la collaborazione dell'Ordine dei Dottori Commercialisti di Milano e Nedcommunity.

si inizia ad adottare una struttura per comitati con amministratori indipendenti in grado di interagire attivamente con il management.

In questo periodo, il rapporto tra amministratori ed "insiders" si rovescia rapidamente e secondo alcune statistiche (Gordon, 2005) passa da circa 80/20 a circa 15/85.

Conseguentemente, cambia anche il profilo e l'estrazione degli amministratori indipendenti, ai quali vengono richieste competenze sempre più ampie e specifiche.

Dalla funzione di "monitoraggio", l'attività dei comitati si estende via via ad altri comparti fino ad intervenire direttamente nelle valutazioni della *performance* del management (*Remuneration Committee*), nella definizione della strategia aziendale (*Strategic Committee*) fino alla importantissima funzione di "hiring and firing" (tipica delle *public companies*) dove agli amministratori indipendenti è dato addirittura il potere di decidere la sostituzione del CEO.

In tempi più recenti si assiste addirittura alla formazione di "Independent Committees" composti totalmente da amministratori indipendenti, per affrontare le soluzioni di situazioni di chiaro conflitto con il management, come ad esempio le operazioni di *Management buy-out* (MBO), tipiche del *Private Equity*, dove il management viene di fatto ad essere una controparte negoziale dell'azienda, che in questo caso viene "rappresentata" da tali comitati indipendenti, dove a volte partecipano anche esponenti di banche d'affari o consulenti dell'azienda.

Vediamo ora quale dovrebbe essere, sempre secondo l'impostazione statunitense, il compito principale degli amministratori indipendenti.

Nell'ipotesi anglosassone l'obiettivo e responsabilità fondamentale degli amministratori indipendenti è quello della *massimizzazione del valore azionario*.

Anche se i recenti scandali finanziari e il *Sarbanes Oxley Act* (SOX) ha cercato di restituire fiducia enfatizzando il ruolo di monitoraggio e controllo (*audit committee in primis*) il compito della massimizzazione del valore azionario (che vuole dire, massimizzazione della ricchezza degli azionisti) rimane il compito principale e fondamentale degli amministratori indipendenti.

Vediamo ora come è la situazione nel nostro Paese.

Innanzitutto, il Testo Unico sulla Finanza conferma la centralità del ruolo del Collegio Sindacale, organo non presente nell'ordinamento anglosassone.

Anche come conseguenza di tale diversa impostazione normativa, in Italia, invece di accentuare la distinzione tra consiglieri esecutivi e non, si è insistito sul ruolo del collegio sindacale che ha in sostanza le caratteristiche di un "audit committee" ma non è un organo consiliare.

Non devo certo spiegare a questa platea, composta prevalentemente da professionisti ed esperti del settore, quali siano i compiti del collegio sindacale né

le sue differenze (anche in termini di responsabilità e compiti) rispetto all'*audit committee* anglosassone. Ma queste certamente ci sono.

Per quanto riguarda invece le società quotate, il codice Autodisciplina redatto dalla Borsa ha invece di fatto ricalcato l'approccio anglosassone e quindi, per le società quotate, emerge quello che potremmo definire un sistema "ibrido" e per certi versi più complesso stante la contestuale presenza di due istanze di controllo: una interna al consiglio (rappresentata dai consiglieri indipendenti e dai comitati); ed una esterna al consiglio stesso, presentata dai sindaci. Tale situazione può inoltre essere oggetto di ulteriori (e complesse) articolazioni ed interazioni se si considerano le varie opzioni che oggi sono disponibili a livello di strutturazione formale del governo societario.

Tuttavia, per l'Italia, e non solo, il problema non è tanto quello dell'impostazione giuridica, quando del fatto che molto spesso le aziende, quotate o meno, hanno una struttura azionaria spesso concentrata con un azionista che spesso ha il controllo della maggioranza.

Si pone a questo punto una domanda fondamentale: hanno senso i consiglieri indipendenti nei sistemi societari a proprietà concentrata?

Più nello specifico, tolta la funzione di "hiring and firing" (che è la più importante funzione degli amministratori indipendenti nelle società ad azionariato diffuso) hanno ancora un ruolo gli indipendenti?

Si potrebbe discutere per ore su tali aspetti. La mia personale opinione è che anche in questi casi il ruolo degli amministratori indipendente è ugualmente utile e importante per garantire una governance adeguata.

Se autorevoli e professionali, gli amministratori indipendenti non accetteranno di prendere delle decisioni senza una adeguata discussione e base informativa, che chiarisca il senso e gli obiettivi ultimi delle decisioni stesse e ne dimostri la positività per la società e gli azionisti (tutti). Inoltre, il contributo che tali amministratori possono dare in termini di strategie, sviluppo e professionalità è anche importantissimo per il corretto dibattito consiliare. Personalmente, ribadisco, credo che tale ruolo sia importantissimo e fondamentale anche in queste situazioni, quotate o no siano le società. Anche in questo caso, ritengo inoltre che il compito fondamentale sia quello dell'accrescimento del valore azionario e quindi dello sviluppo della società.

Veniamo ora a trattare il ruolo degli amministratori indipendenti nell'ambito specifico delle operazioni di *Private Equity*.

Se concordiamo sul fatto che il compito dell'indipendente sia un'ultima analisi quello della massimizzazione del valore azionario (approccio anglosassone) e contestualmente e funzionalmente e questo, quello di monitoraggio dell'azione del management, è facile capire come tali obiettivi siano esattamente quelli dell'operatore di *Private Equity*, che ha come unico obiettivo l'apprezzamento della sua partecipazione azionaria per realizzare un "capital gain".

È quindi evidente che, se tale è l'impostazione, l'operatore di *Private Equity* non può che vedere con estremo favore l'inserimento di professionalità indipendenti nelle società da lui partecipate ed il compito che vorrà questi svolgano è sostanzialmente coincidente con tale obiettivo: la massimizzazione del valore azionario.

Credo anche che per l'operatore di *Private Equity* faccia poca differenza se la società è quotata o meno: tendenzialmente la governance a cui mirare è la stessa ed in tale prospettiva, cercherà di inserire al più presto meccanismi operativi e di controllo avanzati ed efficaci, incluso l'utilizzo di amministratori indipendenti professionali.

In sintesi, visione del *Private Equity* è che l'amministratore debba sempre e comunque, in quanto indipendente, rispettare in modo assoluto le caratteristiche e funzioni tipiche di tale ruolo; avere come primo interesse quello della società mirando alla massimizzazione del valore azionario (approccio anglosassone) nel totale rispetto delle regole di governance, e monitorando strettamente ed efficacemente l'operato del management.

In un famoso scritto del 1989 di Michael Jensen, Professore di Business Administration ad Harvard e fondatore del "Managerial Economics Research Centre" e del "Journal of Financial Economics", si sostiene, riferendosi al ruolo di "active investors" che gli operatori di *Private Equity* svolgono nelle società da loro acquisite, che questi operatori, di fatto, consentono quello che Jensen definisce "Reemergence of Institutional Monitoring of Management". In sostanza, in un contesto come quello statunitense, dove le operazioni di *Private Equity* hanno come oggetto prevalente "public companies" quotate, la proprietà diffusa e le sempre più stringenti regole sull'utilizzo delle informazioni riservate hanno lasciato al management un quasi totale, incontrollato ed incontrollabile potere, la presenza di investitori che ritornano in modo pesante ed incisivo a svolgere una funzione di controllo e stretto monitoraggio del management, fino a determinarne la sostituzione qualora ritenuto inefficiente, sembrerebbe essere, sempre secondo Jensen, una risposta efficace ed efficiente ai numerosi problemi creati da quello che alcuni definiscono lo "strapotere" del *management* e/o del CEO. E questo viene fatto anche e soprattutto attraverso gli amministratori indipendenti.

Tuttavia, la tipologia di governance (e l'utilizzo degli amministratori indipendenti) può variare da operatore ad operatore.

Tipicamente, l'operatore di *Private Equity* oltre agli indipendenti, mette nel consiglio anche dei suoi rappresentanti, tipicamente dei Partners della società stessa.

Questo è senza dubbio la normalità: non è tuttavia sempre così. Esistono infatti operatori di *Private Equity* che, indipendentemente dal fatto che acquisi-

scano maggioranze o minoranze, non inseriscono loro "dipendenti" (*partners*) nei consigli ma si affidano completamente a consiglieri "esterni".

La mia società, la *Private Equity Partners* SGR, ad esempio, opera (da sempre) in questo modo e vi posso assicurare che i risultati raggiunti (siamo al quarto fondo ed abbiamo portato più società in Borsa rispetto a qualsiasi altro operatore italiano) hanno ampiamente dimostrato che è un approccio che funziona, quantunque, lo sappiamo, meno usuale rispetto ad altri.

Noi, PEP, riteniamo infatti che sia meglio inserire in consiglio di volta in volta le professionalità che meglio sono in grado di fornire un valore aggiunto alle aziende da noi partecipate, prendendo i migliori professionisti (e più adatti) ed al contempo garantendo un alto (direi più che sufficiente rispetto alla media) livello di governance indipendente e professionale. Noi perlomeno la pensiamo così, ma con questo non vogliamo assolutamente dire che l'approccio normalmente utilizzato sia migliore o peggio: tutt'altro. Sono solamente modalità operative diverse.