

CONVEGNO ANNUALE UNISCE
“Crisi e Governance delle imprese”
Ravello - 12 settembre 2002.

**CRISI E GOVERNANCE NELL’IMPRESA SISTEMA VITALE:
TRA RAPPORTI INTRA ED INTER SISTEMICI**

*di Vincenzo Sanguigni**

Sommario

Premessa

1. La crisi d’impresa
2. Il ruolo della struttura di governo dell’impresa nella crisi d’impresa
3. Le impostazioni a base per una efficace struttura di governo
4. L’analisi empirica (rinvio al Prof. G. Vagnani)

Premessa

Il presente contributo si propone di studiare e di meglio comprendere le problematiche della crisi d’impresa, con particolare riferimento al ruolo svolto dall’organo di governo e dai diversi sovra sistemi nell’ambito della *governance* del sistema.

Governance che qui viene intesa come *l’insieme delle caratteristiche strutturali che presiedono ad una efficace azione di governo del sistema impresa orientata alla creazione di valore*. Caratteristiche strutturali che sono riferibili:

1. all’articolazione degli organi di vertice societario;
2. all’articolazione dei controlli esercitati dai sovra sistemi di riferimento (in particolare i sistemi finanziario e proprietario);
3. alle impostazioni relazionali che caratterizzano organi di vertice societario e sovra sistemi.⁽¹⁾

* *Professore Associato di Economia e Gestione delle Imprese presso la Facoltà di Economia dell’Università del Molise.*

⁽¹⁾ Diverse definizioni di corporate governance sono rinvenibili. Ci riferiamo, ad esempio, al Cadbury Code (UK) secondo cui le governance è il sistema attraverso cui le imprese sono dirette e controllate”; agli OECD Principles secondo cui la governance riguarda un insieme di relazioni tra il management della società, il consiglio di amministrazione, gli azionisti e gli altri stakeholders. La governance, inoltre, comprende la struttura attraverso la quale vengono definiti gli obiettivi dell’impresa ed i mezzi per conseguirli e controllarli; ai CalPERS Governance principles (US) secondo cui la governance si riferisce alle relazioni tra i diversi stakeholders nel determinare l’indirizzo generale e le performance dell’impresa. Gli stakeholders primari sono gli azionisti, il management guidato dal CEO ed il consiglio di amministrazione; al Code of Best practice for Corporate Governance (Germania) secondo cui la governance è un set di strumenti per rendere responsabile ed orientato alla creazione del valore chi gestisce e controlla l’impresa. Le regole di corporate governance promuovono e rinforzano la consonanza tra azionisti, finanziatori, dipendenti, business partner ed i cittadini in generale nei mercati nazionali ed internazionali; al Vienot Report (Francia) secondo cui la Governance consente di rendere un’impresa consapevole ed orientata al perseguimento dei comuni interessi del Paese; al Preda Code (Italia) secondo cui la Corporate Governance è un insieme di regole attraverso le quali l’impresa è gestita e controllata. Lo scopo della Governance è di creare valore per l’azionista.

Nelle impostazioni qui adottate, quindi, la Governance viene analizzata considerando congiuntamente l'azione di indirizzo dell'organo di governo del sistema impresa ed il ruolo di monitoraggio da parte dei sovra sistemi (i quali, essendo portatori di interessi, possono e devono esercitare attese e pressioni sul sistema impresa in vista di indirizzarne la dinamica evolutiva verso traguardi di sempre maggiore creazione di valore).

Lo studio di tale problematica assume caratteri di attualità e di interesse. Da un lato, il fenomeno della crisi, tipico soprattutto delle piccole e medie imprese, sta investendo oggi anche imprese di grande dimensione. Ci riferiamo, ad esempio, ai casi della Enron, della Texaco, della Pacific Gas and Electric, della MCorp, della Fiat.

Dall'altro, lo studio della crisi rappresenta un momento di importante riflessione teorica, con diversi contributi che si sono soffermati sulle cause della crisi (Guatri, 1986; Pearson, Mitroff, 1993), sulla percezione della crisi (Weick, 1990), sui costi della crisi (Warner, 1977, Ross, 1993), sulle diverse fasi su cui si articola la crisi (Fink, 1986; Turner, 1976), sulle impostazioni per la pianificazione della crisi e per il suo superamento (Gonzalez-Herrero, Pratt, 1995), sulle decisioni nei periodi di crisi, (Gouran, Hirokawa, Martz, 1986), sulle strategie di comunicazione delle imprese in crisi (Allen, Caillouet, 1994).

La letteratura sul tema, seppure ampia, presenta aspetti suscettibili di ulteriore approfondimento.

In primo luogo, lo studio del rapporto tra crisi e governance si incentra su aspetti più formali che sostanziali. Ci si riferisce agli studi sulla dimensione, composizione e rotazione dei massimi organi di vertice societario (Consiglio di amministrazione, Audit committee, ecc.), sulla quota di azioni detenuta dagli investitori istituzionali, sul livello di flottante del capitale, ecc.

In secondo luogo, in merito al controllo esercitato sull'impresa dai diversi sovra sistemi, particolare attenzione viene dedicata ai sistemi finanziario e proprietario, trascurando il ruolo di altri sistemi quali, ad esempio, quelli istituzionale, del lavoro e del consumo.

Partendo dal considerare l'impresa come sistema vitale, la cui capacità di sopravvivenza è legata, da un lato, all'azione dell'organo di governo e, dall'altro, alle pressioni ed attese esercitate dai diversi sovra sistemi, il lavoro si propone di: (a) qualificare il concetto di crisi (b) di valutare il rapporto tra crisi e corporate governance, considerando il ruolo svolto sia dai massimi organi di vertice dell'impresa che dai sovra sistemi rilevanti.

Tale studio, dunque, intende rispondere alle seguenti domande: che cosa si intende per crisi dell'impresa? Un'efficace struttura di governo ed un attento monitoraggio dei sovra sistemi esterni all'impresa sono in grado di ridurre la probabilità dell'impresa di trovarsi ad operare in uno stato di crisi?

La risposta alle suesposte domande si basa su una preliminare analisi della letteratura sul tema e della conseguente estrazione di alcune ipotesi di lavoro ossia:

- la dimensione, composizione ed articolazione del board condizionano positivamente la probabilità di sopravvivenza dell'impresa (ipotesi 1);
- l'allocazione dei diritti di proprietà a chi gestisce l'impresa condiziona positivamente la probabilità di sopravvivenza dell'impresa (ipotesi 2);
- l'allocazione dei diritti di proprietà ad investitori istituzionali con ruolo di controllo condiziona positivamente la probabilità di sopravvivenza dell'impresa (ipotesi 3).

Tali ipotesi sono poi state oggetto di verifica empirica su di un campione di 42 imprese statunitensi, composto da 21 aziende sane e 21 aziende sottoposte ad una procedura concorsuale.

Il nostro convincimento di fondo è che la crisi può essere ricondotta a problemi di governance consistenti sia nell'incapacità dell'organo di governo di dirigere ed indirizzare la dinamica evolutiva dell'impresa, sia nel non corretto svolgimento del ruolo di monitoraggio da parte dei sovra sistemi di riferimento.

1. La crisi d'impresa

La crisi d'impresa qualifica uno stato caratterizzato da un persistente deterioramento dei flussi reddituali e di aggravamento dei rischi cui l'impresa è soggetta, unitamente alla perdita di consonanza con i vari stakeholders (Pfeffer, Salancik, 1978; Thompson, 1967; Guatri, 1996).

Quando la perdita di consonanza investe anche i rapporti con il sistema finanziario la crisi assume un carattere irreversibile⁽²⁾.

Particolare importanza riveste nella crisi lo studio dei rapporti tra impresa e sistema finanziario. Rapporti che, nell'approccio sistemico al governo dell'impresa, sono indagati attraverso il profilo rischio rendimento.

Al riguardo, va anzitutto rilevato che l'attività di intermediazione finanziaria, in particolare relativa al trasferimento di risorse finanziarie all'impresa si caratterizza per un contenuto di rischio. In secondo luogo, l'investitore, vuoi a titolo di capitale che di finanziamento, si aspetta una remunerazione al suo investimento: tale remunerazione è diversa in relazione all'entità del rischio proprio dell'investimento.

Dalle considerazioni formulate discende che il ponte sul quale veicolare le relazioni tra i due sistemi può essere rappresentato dalla relazione tra rischio e rendimento atteso.

Le motivazioni a base del rapporto tra rischio e rendimento, sono da collegare alla teoria classica delle decisioni che postula l'esistenza, ex-ante, di una relazione positiva rischio-rendimento.

Tale relazione positiva trova fondamento su due ipotesi:

- l'avversione al rischio dei managers; tale ipotesi è accettata dalla letteratura manageriale⁽³⁾
- l'accettazione del fatto che "a parità di condizioni (e quindi del rischio) i decisori aziendali preferiscono ritorni maggiori. Analogamente, a parità di altre condizioni (e quindi dei ritorni attesi) i decisori preferiscono rischi minori.

Tali ipotesi consentono dunque di rilevare che da un lato gli investitori chiedono tassi di rendimento crescenti al crescere del rischio, dall'altro le imprese sono portate a realizzare investimenti rischiosi solo in presenza di rendimenti anche essi elevati.

La relazione rischio rendimento, vista nell'ottica dell'investitore può così essere definita come curva di indifferenza di mercato nel senso che l'organo di governo del sistema impresa, nelle proprie scelte deve considerare che si può mantenere la consonanza con il sovrasisistema finanziario anche in presenza di impostazioni progettuali caratterizzate da elevati contenuti di rischio purché i rendimenti attesi, valutati sulla base della probabilità soggettiva dell'investitore, si qualificano adeguati.

Ecco dunque che lo stato di deterioramento che precede la crisi si qualifica come incapacità dell'impresa a generare un rendimento adeguato al livello di rischio allocato al sistema finanziario o, ciò che è lo stesso, a generare un risultato atteso con un livello di rischio ritenuto accettabile.

² Al riguardo, cfr. Daily C. (1994), "Bankruptcy in strategic studies: past and promise", *Journal of Management*, Vol. 20, n.2, p. 275.

⁽³⁾ In proposito MARRIS R., *La teoria economica del capitalismo manageriale*, op.cit., pagg. 60-61, rileva che il sistema di utilità dei managers, caratterizzato da elementi psicologici, sociologici ed economici porta gli stessi a «[...] massimizzare il saggio di sviluppo dell'impresa con un vincolo imposto dal movente della sicurezza».

Il persistere di sconfinamenti dal profilo rischio rendimento di sistema risulta non mantenibile.

Deterioramento della struttura produttiva e mercatistica dell'impresa, perdita di consonanza con i sovra sistemi rilevanti, continuo sviluppo dell'indebitamento, con conseguente incremento della quota di rischio allocato ai finanziatori a titolo di credito portano l'impresa ad un punto in cui cessa la ricordata indifferenza del sistema finanziario a finanziare attività che si caratterizzano per rendimenti crescenti al crescere del rischio.

A tale stadio, lo stato di declino si tramuta in crisi che, nella generalità dei casi, assume caratteri irreversibili senza l'intervento di altri soggetti.

2. Il ruolo della struttura di governo dell'impresa nella crisi d'impresa

Alla capacità dell'impresa a prevenire lo stato di crisi contribuisce significativamente la governance dell'impresa.

Governance qualificata strutturalmente, come già osservato, dalla composizione e l'articolazione degli organi di vertice societario, della composizione ed articolazione dei controlli esercitati dai sovra sistemi, delle relazioni che caratterizzano organi di vertice societario e sovra sistemi di riferimento.

La predisposizione di una efficace struttura di governo del sistema assume particolare significato in quelle organizzazioni imprenditoriali in cui l'ammontare degli investimenti specifici sostenuti dai diversi sovra sistemi (e.g. lavoratori, intermediari finanziari, fornitori, ecc) è rilevante e risulta distribuita in maniera asimmetrica.

Con riferimento alla rilevanza degli investimenti specifici, in accordo con la teoria dei costi di transazione, la corretta impostazione della struttura di governo è particolarmente significativa in contesti in cui i diversi stakeholder dell'impresa sostengono rilevanti investimenti specifici⁽⁴⁾.

La struttura di governo assume la funzione di tutela e di salvaguardia degli interessi di tali stakeholder. Nel caso di crisi dell'impresa, infatti, tali soggetti, vedrebbero annullarsi una parte dei propri investimenti che, in relazione alla loro specificità, risultano impiegabili in usi alternativi solo con il sostenimento di rilevanti costi⁽⁵⁾.

Al contrario, in presenza di un limitato peso degli investimenti specifici «[...] ogni stakeholder può realizzare una valorizzazione delle proprie capacità all'esterno dell'impresa e dunque in modo indipendente dagli altri stakeholders»⁽⁶⁾.

Nelle imprese in cui gli investimenti specifici sono rilevanti, non è infrequente il caso in cui il soggetto che assume le decisioni di indirizzo dell'impresa abbia sostenuto limitati o, al limite, alcun investimento specifico.

⁴ Williamson O.E, *The mechanisms of governance*, Oxford University Press, 1996. Per una verifica empirica di tale proposizione cfr. Vagnani G., "Evaluating governance excellence in business network", *Proceeding of World Conference on Total Quality Management*, Verona, 2002.

⁵ Nella prospettiva del sovra sistema proprietario, una efficace struttura di governo è quella che garantisce all'impresa di accrescere il valore ceduto agli azionisti sotto forma sia di dividendi che di capital gain. Nella prospettiva del sistema finanziario, una efficace struttura di governo è quella che aumenta la probabilità dell'impresa di adempiere puntualmente alle proprie obbligazioni, fornendo, al contempo, ai diversi soggetti accurate e tempestive informazioni. Nella prospettiva dei clienti finali, una efficace struttura di governo deve essere in grado di produrre prodotti e servizi di elevata qualità ad un prezzo adeguato. Nella prospettiva dei lavoratori, una efficace struttura di governo è tale se è in grado di fornire ai lavoratori tutti gli strumenti necessari per svolgere con efficacia il proprio lavoro, se rende tali soggetti informati circa le decisioni chiave dell'impresa, se garantisce loro crescita professionale ed adeguate remunerazioni. Nella prospettiva istituzionale, una struttura di governo è efficace se promuove il rispetto delle leggi da parte dell'impresa.

⁶ Rullani E. (1990), *Prefazione* in Pilotti L., *L'impresa post manageriale*, Milano: Egea.

Nella circostanza considerata, si crea una separazione tra chi decide e gestisce l'impresa e chi si assume il rischio.

Tale circostanza, in presenza di asimmetrie informative, imperfetta controllabilità dei risultati ed ambiguità delle relazioni di causa-effetto, può dar luogo a possibili comportamenti opportunistici.

Da un lato, i soggetti che prendono ed attuano le decisioni chiave per l'impresa non scontano il rischio aziendale e, quindi, non sopportano una frazione importante degli effetti delle loro decisioni. Dall'altro lato, i soggetti che pur non essendo intestatari dei diritti di decisione subiscono il rischio aziendale.

Si palesa dunque l'importanza assunta dalla struttura di governo che, in relazione alle proprie impostazioni, può essere in grado di prevenire i richiamati comportamenti opportunistici, garantendo, così, all'impresa gradi crescenti di consonanza con i sovra sistemi di riferimento.

3. Le impostazioni a base per una efficace struttura di governo

Una via per correttamente impostare la struttura di governo del sistema impresa è quella di allocare potere di decisione e rischio allo stesso soggetto (Jensen, Meckling, 1976).

La richiamata alternativa nonostante riduca sensibilmente la possibilità di comportamenti opportunistici presenta dei limiti: da un lato, porta a sacrificare i vantaggi della divisione del rischio e della specializzazione delle funzioni di decisione; dall'altro, non è facilmente praticabile in quelle imprese in cui la natura e la complessità delle problematiche trattate richiede una specializzazione delle conoscenze e quindi una articolazione del processo decisionale.

Si è osservato, in proposito, che solo nelle imprese in cui le conoscenze specifiche sono concentrate in capo a pochi agenti «[...] è efficiente attribuire il controllo delle decisioni, la direzione delle decisioni ed il rischio a tali agenti»⁽⁷⁾. Al contrario, in presenza di imprese in cui le conoscenze specifiche risultano distribuite, l'allocazione dei richiamati diritti a diversi soggetti è la soluzione preferibile.

Un'altra alternativa è quella di mantenere la separazione tra la funzione di decisione e di assunzione del rischio, scindendo, però, la fase di direzione (iniziazione ed esecuzione) da quella del controllo delle decisioni.

La prima, fase di direzione, è allocata al management dell'impresa, la seconda, il controllo, agli organi di vertice societario (es. presidente, consiglio di amministrazione, comitato di controllo, ecc.) ed ai sovra sistemi (es. finanziario, proprietario, del lavoro, del consumo, ecc.).

Con particolare riferimento al ruolo di controllo svolto dagli organi di vertice societario, l'attenzione della letteratura si è soffermata ampiamente sulla struttura del consiglio di amministrazione in termini di: a) numero dei membri b) proporzione tra amministratori indipendenti e dipendenti c) al numero di comitati in cui è articolato il consiglio, d) al numero di riunioni svolte.

Una parte della letteratura ritiene che la previsione di un adeguato dimensionamento del numero di membri del board (Steiner, 1972) la prevalenza di amministratori indipendenti (Lorsch, 1989), l'articolazione in comitati del board (Bibeault, 1982) ed il crescente numero di riunioni (Daily, Dalton, 1994) rappresentano elementi che rafforzano l'azione di controllo

⁷ FAMA F., JENSEN M. (1983) "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, p. 301-385.

del board e quindi riducono la probabilità dei soggetti intestatari dei diritti di decisione di attuare comportamenti opportunistici ⁽⁸⁾.

Dalle considerazioni formulate ne discende che dimensione, composizione ed articolazione del board condizionano positivamente la probabilità di sopravvivenza dell'impresa (ipotesi 1). Con riferimento al ruolo di controllo svolto dai diversi sovra sistemi, l'attenzione si incentra sui sistemi finanziario e proprietario.

Il primo, sovra sistema finanziario, esercita il monitoraggio sull'impresa sia attraverso il funzionamento dei mercati finanziari e dei mercati del controllo societario, sia l'operare degli intermediari finanziari e degli operatori specializzati nella valutazione delle imprese (e.g. società di rating, società di revisione).

Il secondo, sovra sistema proprietario, attraverso la fissazione di prescrizioni statutarie, la definizione di vincoli nella remunerazione dei mezzi propri, il potere di delineare caratteristiche strutturali e componenti l'organo di governo del sistema impresa.

Con particolare riferimento al sistema proprietario, assumono rilievo la composizione della proprietà ed il suo grado di concentrazione.

Con riferimento alla composizione della proprietà, si ritiene, in generale, che l'alternativa di allocare i diritti proprietà a soggetti intestatari di diritti di decisione (management) è preferibile rispetto a quella di allocare tali diritti a un soggetti depositari esclusivamente dei diritti di controllo. Ciò in relazione alla generale difficoltà/impossibilità di esercitare un controllo completo nei confronti dei soggetti depositari dei diritti di decisione (Ang J., Cole R., Wun Lin J., 2000).

Dalle considerazioni formulate discende che l'allocazione di diritti di proprietà a chi gestisce l'impresa condiziona positivamente la probabilità di sopravvivenza dell'impresa (ipotesi 1)

Nel caso in cui i diritti di proprietà vengono allocati a soggetti depositari esclusivamente di diritti di controllo, particolare significato assume la presenza di investitori istituzionali (Fromson, 1990). Questi, infatti, possono esercitare pressioni ed attese sul sistema impresa votando contro le proposte del management e/o dei dirigenti, stimolando cambiamenti nella struttura e performance migliori, chiedendo manager differenti, incontrando frequentemente i dirigenti, richiedendo maggiori informazioni sui piani societari, reclamando sempre più spesso consigli di amministrazione più forti e indipendenti (Useem, 1999).

Ne consegue dunque che l'allocazione di diritti di proprietà ad investitori istituzionali con ruolo di controllo condiziona positivamente la probabilità di sopravvivenza dell'impresa (ipotesi 3).

4. L'analisi empirica (rinvio al Prof. G. Vagnani)

Come enunciato in premessa, le ipotesi di lavoro sono state oggetto di verifica empirica su di un campione di 42 imprese statunitensi, composto da 21 aziende sane e 21 aziende sottoposte ad una procedura concorsuale.

Il Prof. Vagnani procederà all'illustrazione dell'analisi da lui condotta e delle risultanze emerse.

⁸ Cfr. KESNER A. (1988), "Director characteristics and committee membership: an investigation of type, occupation, tenure and gender", *Academy of Management Journal*, Vol 4, p. 23-35; GILSON L. (1990), "On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms", cit; WALSH, SEWARD (1990), "Bankruptcy, board, banks and blockholders", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, p. 355-387.