



Economia Aziendale Online

Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences
International Quarterly Review

*Un'indagine empirica sulla governance
delle imprese di assicurazioni quotate*

Lucia Pullano

Pavia, June 2011

N. 2/2011

www.ea2000.it

www.economiaaziendale.it



PaviaUniversityPress

Electronic ISSN 1826-4719

Reg. Trib. Pavia n. 685/2007 R.S.P.

Un'indagine empirica sulla governance delle imprese di assicurazioni quotate

Lucia Pullano

Abstract

Il tema della *corporate governance* interessa molteplici profili riconducibili agli assetti organizzativi dell'impresa, tra i quali: la relazione tra gli azionisti e il *management*, la ripartizione di poteri e funzioni tra i diversi organi sociali, la definizione degli obiettivi di impresa da perseguire, la predisposizione di opportuni strumenti di controllo del rischio delle posizioni assunte, la tutela di interessi che non rientrano nella sfera dell'impresa e riguardano altri *stakeholders*. In realtà, pur presentandosi sotto etichette differenti, si tratta di un tema che da sempre accompagna la vita delle imprese perché è suscitato dalla domanda di fondo in merito a chi debba governare le imprese, secondo quali modalità ed a come si debbano ripartire i risultati dell'attività d'impresa.

Il presente lavoro è condotto secondo una prospettiva di analisi di tipo soggettivo, analizzando i comportamenti e gli interessi dei soggetti che occupano i gradi più elevati nella struttura organizzativa delle grandi imprese e le relazioni intercorrenti tra di essi. Con riferimento a tali soggetti, l'analisi dei comportamenti sarà interpretata ricorrendo spesso al quadro interpretativo fornito dalla teoria dell'agenzia. Lo studio si conclude, cercando di fornire un quadro d'insieme sui principali strumenti a disposizione delle nove società di assicurazione attualmente quotate alla borsa di Milano, avvalendosi degli esiti di una ricerca empirica condotta grazie all'utilizzo di tabelle. La ricerca è orientata dall'obiettivo di evidenziare se il sistema di *corporate governance* di tali imprese offre garanzie adeguate al soddisfacimento e contenimento degli interessi delle diverse categorie di *stakeholders*, tenuto conto delle novità introdotte dalla riforma del diritto societario del 2003 e dal codice di autoregolamentazione previsto dalla Legge 262/2005.

Keywords: assicurazioni, *corporate governance*, Consiglio di amministrazione, *stakeholders*.

1 – Alcuni cenni sulle origini delle assicurazioni

L'assicurazione, nella sua primitiva accezione di accordo tra le parti per la copertura dei rischi conseguenti all'esercizio di una determinata attività, nasce nell'ambito del mondo mercantile.

In realtà le origini delle assicurazioni risalgono a tempi molto più antichi. Alcune forme di associazione mutualistica infatti, si rifanno proprio al VI secolo a.C.

In seguito le antiche associazioni di operai, nate a Roma col nome di *collegia tenuiorum* o di *collegia funeraria*, realizzavano una rudimentale forma di mutualità diretta. Queste associazioni, di cui poi furono una continuazione delle "corporazioni" medioevali, oltre a finalità strettamente professionali si propone-

vano scopi di assistenza ai soci ed alle loro famiglie in caso di malattie o morte (Di Cagno, 2000).

Può dirsi, comunque, che le prime forme di assicurazione a premio relative al trasferimento del danno possono ricondursi allo sviluppo delle attività economiche e dei rapporti commerciali in particolare per quelli marittimi, anche se l'esistenza di questa forma contrattuale era legata inizialmente alla spregiudicatezza di singoli soggetti e non all'esercizio continuativo e organizzato a livello imprenditoriale. Queste forme di copertura, rivolte essenzialmente ai rischi di trasporto marittimo, risalgono al Trecento ed alla nascita dei traffici mercantili delle città italiane.

L'espansione dei traffici mercantili infatti e la sempre più importante esigenza di copertura dei rischi del commercio marittimo danno luogo ad accordi che assumono, progressivamente, alcuni tratti distintivi della moderna concezione di assicurazione, stante la presenza di elementi caratterizzanti quali la forma

embrionale di polizza, l'individuazione di un preciso interesse assicurativo e l'intervento professionale di intermediari.

Dalla seconda metà del XVII secolo invece, cominciò a svilupparsi grazie anche alla crescita delle assicurazioni terrestri e sotto la spinta del *Lloyd's* di Londra, la moderna assicurazione e la nascita delle imprese di assicurazione o come si indica con denominazione caratteristica "compagnie" di assicurazione. In effetti, i *Lloyd's* non costituiscono una vera e propria compagnia di assicurazione, potendosi ricondurre in realtà più ad una associazione di assicuratori individuali o meglio di intermediari di assicurazione (cosiddetti *brokers*) i quali assumono senza obbligo solidale, singole quote di rischio (sottoscrittori), e quindi gli eventuali effetti economici negativi, dietro riscossione di una somma denominata premio.

A riguardo, è bene ricordare che l'origine dei *Lloyd's* di Londra risale alla seconda metà del '600, dove in particolare fu proprio la "Coffee Haouse" di Edward Lloyd a divenire il luogo di incontro degli uomini d'affari che si occupavano del commercio d'oltremare. Questa, nel giro di pochi anni divenne un centro di affari talmente importante che si creò un'associazione, la quale partendo dalla copertura dei rischi su navi e merci viaggianti, ha allargato il proprio raggio di azione divenendo la più rilevante istituzione del ramo delle assicurazioni marittime.

Le imprese di assicurazione a partire dal XVIII secolo si costituiscono sempre più spesso in forma azionaria, anticipando le imprese manifatturiere, che restano ancora principalmente a base individuale o personale. In sostanza, il collegamento tra assicurazione e impresa determina una svolta epocale rispetto alle originarie modalità di esercizio dell'attività assicurativa, segnando il passaggio dall'individualismo pionieristico ed avventuroso del XIV secolo all'attività di massa, fondata su basi tecniche e realizzata con una organizzazione via via sempre più complessa.

È con il *Gambling Act* inglese, redatto nel 1774, che l'assicurazione viene disciplinata nel senso moderno del termine, con il proposito di organizzare su basi scientifiche e di garantire la solvibilità degli obblighi di risarcimento. Il codice napoleonico del commercio (1807) prevede una regolamentazione globale dell'assicurazione marittima, mentre con le codificazioni europee della seconda metà del XIX secolo si definisce il contratto di assicurazione come categoria generale, individuando le categorie speciali dell'assicurazione contro i danni e dell'assicurazione sulla vita.

Nonostante che l'assicurazione sulla vita rappresenti oggi uno dei rami più importanti dell'attività assicurativa, soprattutto per il peso assunto dal punto di vista finanziario e previdenziale, in origine essa ebbe una modesta diffusione rispetto all'assicurazione contro i danni. Inoltre, fino all'inizio dell'ottocento

l'assicurazione sulla vita era vietata in molti paesi europei (con l'eccezione dell'Inghilterra), in quanto considerata alla stregua di una speculazione sulla vita dell'uomo.

A tale impostazione lacunosa, comune peraltro a tutti i Paesi Europei, si pose rimedio nel XX secolo, quando finalmente la codificazione rivestì carattere sistematico. L'impianto normativo risultò, invero, più organico e diretto a rendere in modo più equilibrato il rapporto tra le parti grazie all'introduzione di un complesso di norme tese ad una maggiore tutela dell'assicurato. L'efficacia della nuova disciplina risultò, inoltre, completata dalla regolamentazione dell'esercizio dell'attività assicurativa, basata su un controllo continuo delle diverse fasi della vita aziendale (nascita, funzionamento e cessazione) (La Torre, 1945).

2 – Diversi modi di intendere l'attività assicurativa

In via di prima approssimazione si può affermare che l'assicurazione trae origine dall'eventualità che possano insorgere bisogni futuri e dalla volontà di farvi fronte. Tali bisogni devono essere intesi, secondo una comune accezione di teoria economica, come la necessità di disporre di mezzi economici (beni) che siano in grado di soddisfare determinate esigenze della vita dell'uomo al verificarsi di eventi sfavorevoli (Forni, 2009).

Gli eventi si ritengono sfavorevoli quando producono conseguenze patrimoniali dannose per l'uomo e la possibilità che si verifichino è chiamata rischio (Donati, Volpe Putzolu, 2002). Il rischio può riguardare un evento sfavorevole inerente ad un bene (per esempio: furto dell'auto) oppure alla persona (per esempio: infortunio o malattia che determinano una invalidità temporanea o permanente) e può essere affrontato con il risparmio, ossia provvedendo mediante l'accantonamento delle somme di denaro che siano sufficienti al soddisfacimento di bisogni futuri (l'acquisto di una nuova auto in sostituzione di quella rubata in caso di furto; le risorse finanziarie necessarie a sopperire al minor reddito conseguito per l'assenza del lavoro o per la ridotta capacità lavorativa).

L'operazione assicurativa rappresenta appunto una valida alternativa per ovviare a questo inconveniente, in quanto consente di garantirsi contro le varie tipologie di rischio (assicurando la propria auto contro il rischio di furto, ovvero garantendosi contro il rischio di infortuni o malattia o ancora con un'assicurazione sulla vita contro il rischio morte o sopravvivenza in età avanzata) senza dover accantonare delle somme ingenti.

Dal punto di vista giuridico e precisamente secondo l'art 1882 "l'assicurazione è il contratto con il quale l'assicuratore, verso il pagamento di un premio,

si obbliga a rivalere l'assicurato, entro i limiti convenuti, del danno ad esso prodotto da un sinistro, ovvero a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana", definendo in questo modo la "nozione" di assicurazione. In tale articolo vengono comprese sia l'assicurazione contro i danni che quella sulla vita che costituiscono i due principali filoni dell'assicurazione libera. Per quelle obbligatorie ovverosia "sociali", per quelle contro i rischi della navigazione e per le mutue provvedono appositi articoli rispettivamente il 1886, 1885, e il 1884. Queste ultime sono regolate dalle stesse norme previste per le assicurazioni libere, le seconde sono disciplinate dalle leggi speciali (ma in mancanza, valgono le norme dello stesso capo).

Leggi speciali che riguardano l'esercizio dell'attività assicurativa sono state emanate e successivamente aggiornate e modificate. Tra queste ricordiamo:

- per le assicurazioni sociali (assicurazione generale obbligatoria Ago): la legge istitutiva dell'Istituto Nazionale della Previdenza Sociale (Inps) del 1993 e le numerose leggi istitutive di enti "sostitutivi" (Inpai, Enpals, Inpgi, Cpdel ed altri ancora) o "esonerativi";
- per l'assicurazione obbligatoria contro gli infortuni sul lavoro e le malattie professionali, gestita prevalentemente dall'Istituto Nazionale per l'Assicurazione Infortuni sul Lavoro (Inail): il DPR n. 1124 (del 30 giugno 1965);
- per le assicurazioni contro i danni: la legge n. 295/78 (del 10 giugno 1978);
- per le assicurazioni sulla vita: la legge n. 742/86 (del 22 ottobre 1986).

Le ultime due sono state emanate in attuazione delle direttive comunitarie in materia di assicurazione appunto. Direttive, volte proprio alla predisposizione di una fitta rete di

Relativamente all'aspetto sociale economico e finanziario ebbene dire che non è facile dividere il contenuto sociale da quello economico e finanziario dell'assicurazione.

Ovviamente le ottiche possono essere diverse ma gli stretti legami che li accomunano ci portano a considerarli congiuntamente.

L'aspetto sociale delle assicurazioni risulta abbastanza chiaro. Infatti, in tale ottica la finalità principale riguarda la cosiddetta "sicurezza sociale", intendendo con ciò l'assicurazione sia dal punto di vista della vita che da quello sui danni. Per giunta, l'obiettivo della sicurezza sociale risulta comune sia alle assicurazioni gestite dallo Stato o garantite dallo Stato, sia a quelle "libere", gestite dalle imprese di assicurazione che comunque sono soggette a al rigoroso controllo dello Stato. In che cosa consiste la sicurezza sociale non è facile a dirsi. Di certo si intuisce che riguarda di un certo grado di "utilità collettiva".

Dal grande economista Ulisse Gobbi apprendiamo questa definizione: "L'assicurazione è quella azio-

ne economica che ha lo scopo di mettere a disposizione di una persona una ricchezza nel caso si verifichi l'evento che provoca il bisogno della ricchezza stessa". Si osservi che questa definizione comprende l'assicurazione in generale, sia sulla vita che contro i danni.

Da una diversa visione, sempre di carattere economico, l'assicurazione può essere pensata come una "cessione" del rischio da parte di un soggetto "debole" ad un soggetto più "forte". Il contraente, soggetto debole, si libera di un rischio cedendo cedendolo alla Compagnia di assicurazione, soggetto forte, ed in cambio versa il premio.

L'assicurazione dal punto di vista finanziario rispetto agli altri settori della vita economica rappresenta "un'inversione" del ciclo di produzione (Rubino 2000). Infatti, mentre generalmente, il costo di un prodotto è conosciuto prima della vendita, nell'assicurazione il "costo del prodotto" può essere considerato solo a posteriori, visto che la prestazione dell'assicuratore ha luogo soltanto in futuro e dipende dal verificarsi dell'evento rischioso al quale gli assicurati sono esposti.

Infine ci rimane da considerare l'assicurazione dal punto di vista matematico, considerandolo come un gioco, una scommessa.

In tale contesto, l'assicuratore e l'assicurato fanno una scommessa equa su un evento che interessa l'assicurato. Valutata la probabilità di questo evento, il contraente-assicurato paga un premio quale corrispettivo dell'impegno dell'assicuratore di liquidare un certo importo se l'evento nei modo e nei contenuti si verificherà.

Ne consegue che il premio risulterà inferiore, spesso molto inferiore, rispetto all'importo posto a carico dell'assicuratore perché la probabilità del verificarsi dell'evento che fa scattare la liquidazione dell'importo è generalmente abbastanza contenuta.

Può accadere però che la scommessa riguardi un evento che si verificherà con certezza (dunque con probabilità 1 ma in tale circostanza l'alea assicurativa riguarda l'epoca in cui l'evento si realizzerà. È questo il caso tipico di assicurazione definito a "vita intera" dove l'assicuratore si impegna a pagare ai beneficiari un certo capitale nel momento in cui si verificherà la morte dell'assicurato. L'evento è (purtroppo) certo ma l'epoca è incerta, aleatoria, e, nell'attesa, l'assicuratore è in grado di mettere a profitto la gran parte del premio che il contraente ha versato (De Ferrara, 1995).

3 – La governance nel settore assicurativo: i diversi assetti proprietari

Negli ultimi anni il dibattito sulla corporate governance ha assunto un'ampia visibilità, sia sul piano teorico che su quello delle scelte politiche e gestionali, tanto

che secondo alcuni autori le traiettorie di sviluppo economico e la competizione tra imprese gioca anche sulla qualità delle regole di governo societario (Roe, 1994; La Porta *et Al*, 1996).

Nella prospettiva classica (Donaldson e Davis, 1991; Williamson, 1985; Mintzberg, 1983; Zahra e Pearce, 1989), il Cda è l'organo garante della corretta finalizzazione delle scelte aziendali verso l'obiettivo della massima soddisfazione degli azionisti o degli *stakeholder* considerati nel loro complesso. Il Consiglio può essere considerato lo strumento con cui la proprietà partecipa alla gestione.

Una delle prospettive dalle quali si analizza la corporate governance riguarda i sistemi di controllo interni e gli organi direttivi d'impresa (Airoldi, Forestieri, 1998). L'articolazione e le modalità di funzionamento delle strutture di governo collegiali (assemblea, consiglio di amministrazione, comitati direttivi) o individuale (presidente, amministratore delegato, direttore generale) definiscono il processo di formazione delle decisioni e la loro efficacia.

Gli studi sulla *corporate governance*, dalla pubblicazione del pionieristico lavoro di Berle e Means (1932), per molto tempo hanno ruotato attorno alla separazione della proprietà dal controllo. Per risolvere i problemi indotti da questo fenomeno sono state individuate differenti soluzioni in relazione alla prospettiva teorica adottata.

La *Teoria dell'Agenzia* (Jensen e Meckling 1976; Fama e Jensen 1983a) si focalizza sul conflitto di interesse tra "principale" (la proprietà) e "agente" (il management) e attribuisce all'assetto di *governance* il compito di controllare l'operato del management, al fine di evitare che comportamenti opportunistici si traducano in *performance* ridotte. In particolare supporta la funzione del Cda come organo preposto monitoraggio del comportamento degli agenti, i manager, rispetto agli indirizzi dei *principal*, gli azionisti, facendosi carico della ricerca di soluzioni integrative dei presunti conflitti esistenti fra le due parti. Il Cda è chiamato a produrre soluzioni che massimizzino la ricchezza dei portatori di capitale di rischio minimizzando i costi di agenzia, ossia i costi di transazione legati all'attività di indirizzo e di controllo degli agenti.

La *Teoria della Stewardship*, al contrario, parte dall'assunto che il problema dell'opportunismo manageriale non sia rilevante (Donaldson e Davis 1991; Davis, Schoorman e Donaldson 1997; Muth e Donaldson 1998). L'obiettivo del manager è la massimizzazione della *performance* dell'impresa, in quanto solo in questo modo potrà soddisfare il proprio bisogno di *achievement* e di successo. In più, alla sfiducia che permea le relazioni all'interno della *Teoria dell'Agenzia*, la *Teoria della Stewardship* sostituisce l'orientamento al rispetto dell'autorità e al comportamento etico.

Le due prospettive indicate attribuiscono un ruolo radicalmente diverso al Cda: di controllo per la prima, strategico per la seconda.

Tuttavia, l'organo, svolge una funzione di collegamento se ci si pone nella prospettiva della *Teoria della dipendenza dalle risorse* (Pfeffer 1972; Pfeffer e Salancik 1978), che introduce per la prima volta nel dibattito sulla *corporate governance* il problema dell'accesso alle risorse, accanto a quello della separazione della proprietà dal controllo. Secondo questo approccio, le organizzazioni cercano di ridurre l'incertezza che proviene dall'ambiente esterno, al fine di garantirsi la disponibilità delle risorse per la loro sopravvivenza o il loro sviluppo. In tal modo, non è tanto la dicotomia tra *non executive directors* ed *executive directors* il vero problema, quanto la presenza nel Cda di *interlocking directors*, attori che siedono nei Cda di più imprese e che permettono: di stabilire rapporti con altre organizzazioni e di acquisire fonti di informazioni sull'andamento del mercato e dei concorrenti; di procurare un accesso privilegiato alle risorse; di contrastare eventuali minacce; di influenzare l'attività di altre imprese.

Premesso ciò, il settore assicurativo è riconducibile in prima analisi, ai seguenti tre archetipi principali:

- *stock company* (società per azioni);
- *mutual company* (mutue assicurazioni);
- *Lloyd's association* (associazioni di tipo Lloyd).

Mayers e Smith (1981, 1992), Fama e Jensen (1983a), e in particolare anche Williamson (1963) sostengono che la sopravvivenza delle differenti strutture proprietarie sia dipesa dalle diverse modalità con la quale ciascuna di esse risolve i problemi legati all'agenzia. Nel settore assicurativo, in particolare, i problemi di agenzia nascono dal modo in cui si relazionano i tre diversi attori coinvolti nell'attività d'impresa: il management, la proprietà e i clienti/assicurati. Ebbene, ciascun archetipo di struttura proprietaria, combina in modo diverso le funzioni svolte dai tre soggetti presentando dei vantaggi comparati nella gestione delle diverse tipologie di conflitti (e dei conseguenti costi) d'agenzia che ne derivano.

Partendo da questa constatazione, la teoria dell'agenzia ha sviluppato una moltitudine di ipotesi. La più ricorrente riguarda quella dell'*ipotesi della discrezionalità manageriale* (Mayers e Smith, 1981), ossia considerare il grado di discrezionalità manageriale quale fattore che più di ogni altra cosa influenza l'assetto proprietario delle imprese di assicurazione.

Nel caso di un'impresa assicurativa la discrezionalità manageriale può intendersi come il grado di autonomia riconosciuto al management nel compimento di due ordini di decisioni (tra loro strettamente legate): quella di *underwriting*, ossia la scelta relativa ai rischi sottoscrivere, e quella di *pricing*, ossia la scelta relativa alla quantificazione del premio assicurativo.

Pertanto, la discrezionalità manageriale è tanto più bassa laddove le basi tecniche sono molto più stabili e affidabili e dove i rischi oggetto di copertura si presentano più omogenei, cioè dove il procedimento assicurativo può essere applicato in modo più rigoroso, consentendo l'individuazione dei rischi assicurabili e giungendo alla determinazione del premio in un modo che si potrebbe ritenere univoco. Laddove invece, le basi tecniche sono più incerte, l'identificazione dei rischi assicurabili e la determinazione del premio sono meno scontate, gli spazi di discrezionalità del management sono più ampi.

Accertata la presenza di rami assicurativi in cui la discrezionalità manageriale è necessariamente più ampia rispetto a quanto avviene in altri rami, e riconosciuta l'esistenza dei diversi gradi di intensità dei conflitti di agenzia nei differenti assetti proprietari delle imprese di assicurazione, si può pensare che operino le seguenti forze di attrazione:

- la *Lloyd's association* dovrebbe prevalere nei rami in cui i manager possono godere di un ampio potere discrezionale nel *pricing* e nell'*underwriting*;
- le *mutual company* dovrebbero avere maggiori possibilità di successo in quei rami che comportano minore discrezionalità manageriale e per i quali non sono necessarie politiche di *pricing* e *underwriting* ad hoc;
- la forma della *stock company* invece viene applicata nei rami intermedi compresi tra i livelli minimi e massima discrezionalità richiesta.

3.1 – *Stock company, mutual company e Lloyd's association*

La caratteristica principale delle imprese di assicurazione costituite sotto forma delle *stock company* è realizzata dalla completa separazione delle funzioni del management, della proprietà e dei clienti/assicurati. Tale separazione consente a ciascun soggetto di specializzarsi nello svolgimento della propria funzione primaria, generando incrementi di efficienza e conseguenti riduzioni dei costi d'impresa (Forestieri, 2002).

La separazione tra proprietà e management fa sì che la selezione dei manager possa avvenire grazie al criterio efficiente delle capacità manageriali, e non da considerazioni relative alla ricchezza o alla propensione al rischio.

Questo, implica inoltre che, gli effetti delle decisioni dei manager non si riflettono, almeno in via diretta, sulla loro ricchezza.

Ne deriva un importante problema di agenzia e di conflitto d'interessi poiché i manager hanno obiettivi non sempre perfettamente allineati con quelli della proprietà.

Tale conflitto di interessi, può trovare temperamento nelle *stock company* nei seguenti modi (Mayer e Smith, 2002):

- a) gli organi di vigilanza del settore assicurativo e le agenzie di *rating* esercitano un controllo diretto o indiretto sui manager;
- b) i manager sono designati da un consiglio di amministrazione nominato dagli azionisti;
- c) al mercato del lavoro manageriale esterno si affianca, nelle imprese, un corrispondente mercato interno al quale i manager competono;
- d) lo statuto societario può prevedere delle restrizioni ai poteri decisionali dei manager;
- e) i manager sono valutati e controllati nei mercati di capitali dagli analisti finanziari, dagli investitori istituzionali e dagli azionisti di maggior rilevanza;
- f) i piani di remunerazione dei manager possono includere delle misure di incentivazione che legano il compenso alle performance delle imprese;
- g) un gruppo di manager alternativo può sottrarre il controllo delle imprese ai manager in carica attraverso i *takeover* nell'ipotesi in cui un'impresa sia gestita in modo inefficiente (Manne, 1965).

Tuttavia, la presenza dei meccanismi di controllo può attenuare ma non eliminare il conflitto esistente tra proprietà e management.

Anche la separazione tra il ruolo degli assicurati e quello della proprietà rappresenta comunque una possibile fonte di conflitti di interessi. I problemi che ne derivano sono del tutto simili a quelli che emergono in relazione al rapporto tra azionisti e obbligazionisti di un'impresa industriale, poiché, sia gli obbligazionisti che i titolari di polizze assicurative, vantano dei diritti sui *payoff* prefissati contrattualmente. In entrambi i casi gli azionisti hanno un incentivo ad accrescere il valore del loro investimento – per esempio, modificando la politica dei dividendi, quella di finanziamento o quella di investimento – a spese degli obbligazionisti o assicurati.

In effetti, le obbligazioni – in particolare quelli a lungo termine – presentano delle analogie con i contratti di assicurazione (Mayer e Smith, 1981). Una volta emessi tali titoli, l'impresa ha un incentivo a ridurre i propri *asset* (questi dovrebbero costituire una sorta di garanzia per gli obbligazionisti) impiegando il ricavo della loro cessione per il pagamento dei dividendi o a utilizzarli per operazioni di speculazione, intraprendendo dei progetti rischiosi. Considerato che tali operazioni produrrebbero un incremento del valore delle azioni e una conseguente riduzione del valore delle obbligazioni, gli obbligazionisti non hanno un forte interesse verso questo tipo di politiche nonostante non sempre siano in grado di fornire informazioni complete sul comportamento *ex post* delle società emittenti.

Premesso ciò, il conflitto di interessi tra assicurati e proprietà può nascere per effetto di una qualsiasi variabile che si presti ad essere modificata in seguito alla sottoscrizione delle polizze per favorire gli azionisti a spese degli assicurati: non soltanto la cessione degli *asset* (finalizzata al finanziamento della distribuzione di maggiori dividendi), ma anche, per esempio, la ri-

duzione del livello della qualità del servizio di liquidazione dei sinistri, oppure l'emissione di nuove polizze senza un contestuale aumento del capitale azionario. Poiché i potenziali clienti/assicurati riconoscono l'esistenza di incentivi a seguire comportamenti opportunistici, i premi assicurativi (se fissati razionalmente) dovrebbero incorporare il valore atteso dei costi derivanti dall'eventualità di un'espropriazione di valore da parte degli azionisti ai danni degli assicurati (Forestieri 2002). Per ovviare a tale eventualità, si potrebbe incorrere nei seguenti meccanismi:

- fondi di garanzia assicurativi;
- vincoli statutarî sugli attivi nei quali l'impresa può investire;
- vincoli statutarî e limitazioni regolamentari sull'entità dei dividendi pagabili agli azionisti;
- emissione di polizze assicurative con partecipazione a profitti.

Anche tali meccanismi consentono solo l'attenuazione e non l'eliminazione dei problemi di incentivo scaturenti dal rapporto azionisti-assicurati.

Nel caso della *mutual company* anche Hansmann (1985) riconosce l'esistenza di analogie tra i contratti assicurativi e i titoli obbligazionari, evidenziando come principale elemento caratterizzante in caso di emissione di obbligazioni sia costituita dalla nascita di forme di amministrazione fiduciaria (*trust indenture*) grazie alla figura dell'amministratore fiduciario (*bond trust*). Riconoscendo la condizione che i singoli obbligazionisti non hanno la possibilità di monitorare in modo efficace le azioni intraprese dalla società emittente, i loro diritti possono essere dunque rimesse nelle mani dell'amministratore fiduciario: in genere una banca o un'altra istituzione con competenze simili a svolgere una funzione di monitoraggio.

In sostanza, mentre le polizze assicurative vengono emesse in via continuativa e in genere per importi più o meno contenuti, le obbligazioni invece vengono emesse in modo discontinuo e per importi molto elevati, per cui ciascuna emissione può avere il suo contratto di amministrazione fiduciaria e il suo *trustee*, coerente con il contesto e le circostanze in cui le obbligazioni sono state emesse; esso, pertanto, per gli assicurati di una compagnia dovrebbe rappresentare tutti gli assicurati dell'impresa, indipendentemente dalla data di emissione delle polizze. Il *trustee*, dunque, dovrebbe essere istituito al momento della creazione dell'impresa ed essere operativo nel corso della sua vita.

Nel caso della mutua è l'assicurazione che funge da *trustee* per i suoi assicurati: i doveri fiduciari del management della mutua sono rivolti verso tutti gli assicurati; inoltre, le funzioni dei clienti/assicurati e della proprietà sono svolte da uno stesso soggetto. Tuttavia, i diritti degli assicurati di una mutua, non sono uguali alla somma dei diritti degli assicurati e degli azionisti di una società per azioni. I diritti di proprietà, per esempio sono limitati dallo statuto so-

cietario, dalle condizioni di polizza e dalle disposizioni per gli organi di vigilanza secondo modalità che non trovano corrispondenza nella *stock company*: in particolare i diritti di proprietà degli assicurati di una mutua non sono trasferibili.

In ogni caso, anche se gli assicurati di una mutua non hanno gli stessi diritti degli assicurati e degli azionisti di un'impresa di assicurazione in forma di s.p.a., la mutua proprietà elimina una categoria di soggetti o, più precisamente l'assorbe e l'incorpora in un'altra, annullando una fonte di possibili conflitti di interesse.

Il potenziale vantaggio delle mutue, consiste nella possibilità di internalizzare il problema di incentivazione tra assicurati e azionisti controbilanciato però dall'intensificazione del problema di agenzia tra proprietà e management.

Il potenziale vantaggio che caratterizza le mutue, consiste nella capacità di internalizzare il problema di incentivo tra assicurati e azionisti, controbilanciato però dall'intensificazione del problema di agenzia tra proprietà e management. In particolare, l'inalienabilità dei diritti di proprietà di una mutua limita i meccanismi attraverso cui il conflitto può essere ridotto, in quanto:

- in assenza di azioni scambiate, i manager delle mutue non sono controllati e valutati dai mercati dei capitali attraverso analisti finanziari, investitori istituzionali e azionisti di maggiore rilevanza;
- i piani di compenso dei manager sono fondati su misure di incentivazioni legate alle *performance* dell'azioni dell'impresa e dunque non facilmente realizzabili in assenza di azioni quotate;
- la "minaccia" dei *takeover* ostili non trova applicazione, considerato che i *takeover* non sono possibili nel caso delle mutue.

La minore efficacia del controllo dei manager di una *mutual company* implica che tale forma dovrebbe prevalere nei rami in cui il management gode di una minore discrezionalità operativa, ovvero di una minore discrezionalità nella determinazione dei premi (per esempio, in quei rami in cui esistono tavole attuariali sufficientemente attendibili).

Infine, nel caso di una *Lloyd's association* più che a un'impresa assicurativa facciamo riferimento ad un vero e proprio mercato assicurativo.

Infatti, la caratteristica principale consiste nel fatto che essa non assume nessun rischio e tanto meno emette alcuna polizza assicurativa; rappresentano i membri dell'associazione e sono definiti *Name*, assumendosi i rischi attraverso la partecipazione ai sindacati di sottoscrizione (Mayer e Smith, 2000).

I principali attori del mercato dei *Lloyd's* sono:

- i membri dei *Lloyd's* (*Member* o *Name*);
- gli agenti dei membri (*Member's Agent*);
- i sindacati di sottoscrizione (*Lloyd's Syndicate*);
- gli agenti di gestione (*Managing Agent*);
- i broker (*Lloyd's Broker*).

I *membri dei Lloyd's* si raffigurano come i veri assicuratori del mercato dei *Lloyd's*. Si tratta in particolare di persone fisiche o giuridiche che assumono dei rischi in relazione alla loro partecipazioni ai sindacati di sottoscrizione, cui forniscono, supporto finanziario. La partecipazione a un sindacato comporta una responsabilità individuale e non congiunta.

Gli *agenti dei membri* rappresentano gli interessi dei membri dei *Lloyd's*: gestiscono i loro capitali e li seguono nella scelta dei sindacati ai quali partecipare.

I *sindacati* invece sono gruppi di membri. Essi, non sono imprese di assicurazione in senso stretto ma costituiscono invece delle iniziative della durata di un anno, dove ciascun membro è responsabile personalmente e disgiuntamente (in funzione della quota sottoscritta) delle perdite eventualmente generate dall'iniziativa. I sindacati sono gestiti dagli agenti di gestione.

Gi *agenti di gestione* si occupano di fornire ai sindacati i servizi necessari allo svolgimento della loro attività. In particolare, essi designano i *sottoscrittori* (*Active Underwriter*), ossia quei membri che sottoscrivono i rischi del sindacato per conto di tutti gli altri membri e, in accordo con i sottoscrittori, definiscono la politica del sindacato.

L'accesso dei clienti/assicurati al mercato *Lloyd's*, mediante in trasferimento dei rischi ai sindacati di sottoscrizione, avviene tramite l'attività di intermediazione svolta dai *broker*.

La sottoscrizione di polizze assicurative attraverso la costituzione dei sindacati può dar luogo a dei conflitti all'interno di ciascuno di loro. In genere ogni membro ha un ruolo ben definito; in alcuni casi l'organizzazione si presenta in maniera simile ad una società in accomandita dove i soci accomandari (i sottoscrittori) prendono le decisioni, mentre i soci accomandanti si limitano a fornire i capitali necessari a svolgere l'attività d'impresa. Per giunta, i costi derivanti dai conflitti di interessi all'interno di ciascun sindacato possono essere ridotti attraverso:

- il controllo reciproco esercitato dai membri partecipanti al sindacato;
- la presenza di restrizioni all'adesione di sottoscrizione costituito da requisiti patrimoniali minimi dei singoli soci, verifiche contabili obbligatorie e limiti di impegni assumibili in funzione del capitale che ciascun socio può garantire;
- l'esistenza di un fondo come garanzia predisposto per i membri;
- la costituzione di sindacati di sottoscrizione più stabili nel tempo e dedicati ad una moltitudine di operazioni.

Il controllo reciproco esercitato dai membri dell'associazione, consente, inoltre, di attenuare i problemi di agenzia tra i singoli sottoscrittori e i clienti/assicurati.

4 – Uno studio sul modello di governo societario

A seguito della riforma del diritto societario del 2003, il nostro ordinamento consente un'ampia flessibilità in capo alle società quotate e non quotate di dotarsi di regole di governo societario adeguate rispetto alle caratteristiche della singola società. Il nostro legislatore, come è noto, non si è limitato a riformare in modo sostanziale il modello tradizionale, o latino, ma ha inteso affiancargli (a) un modello dualistico, di derivazione tedesca, caratterizzato dunque dalla compresenza di un consiglio di sorveglianza e di un consiglio di gestione, e (b) un modello monistico, di derivazione anglosassone, ove talune funzioni di controllo sono affidate ad un comitato interno al consiglio di amministrazione.

Le imprese potranno così contare su due opzioni alternative rispetto al sistema latino, che resta peraltro centrale ed è direttamente applicabile in mancanza di una espressa deroga statutaria a favore di uno degli altri due sistemi.

Come noto, nel nostro sistema il modello di governo societario che ha la maggiore applicazione è quello tradizionale, incentrato sul consiglio di amministrazione. Tuttavia, proprio nel settore finanziario, spesso in concomitanza con importanti concentrazioni bancarie, imprese di grande rilievo hanno optato anche per l'adozione del modello dualistico.

Emerge subito una prima osservazione generale. Il nostro sistema è tradizionalmente fondato sull'assunto della separatezza, funzionale ed anche organica, tra le funzioni di gestione e controllo. La scelta e l'approccio vengono, di fatto, pienamente confermati nel modello tradizionale (ancorché vi sia qualche area di sovrapposizione, ad esempio tra amministratori non esecutivi e sindaci: ad ambedue le figure è attribuita una vigilanza generale sulla gestione, e sull'amministrazione in particolare; la distinzione, talvolta evocata, tra vigilanza di merito –attribuita agli amministratori non esecutivi– e vigilanza di legalità, appare spesso sfumare).

Con la previsione dei due modelli alternativi, fatalmente, questa consolidata ripartizione si rompe, e si assiste ad un annacquamento dei ruoli e delle funzioni: infatti, mentre nel modello monistico sono gli amministratori ad assumere le vesti anche di controllanti, nel modello dualistico sono i sorveglianti ad assumere alcuni non secondari compiti di alta amministrazione (in precedenza spettanti all'assemblea), quali ad esempio la nomina e la revoca dei gestori.

Più precisamente, in relazione al modello monistico, non si è mancato di rilevare che gli amministratori indipendenti, che siedono nel comitato di controllo sulla gestione, potrebbero trovarsi a deliberare in consiglio operazioni delle quali rispondono anche co-

me controllori, stigmatizzandone l'evidente e palese conflitto di interessi (Sandulli e Santoro, 2003).

Analogamente, per quanto concerne il sistema dualistico, il potere di revoca esercitabile dai membri del consiglio di sorveglianza nei confronti dei gestori fa sì che si ponga un problema di indipendenza degli amministratori dal consiglio di sorveglianza; posto che tale organo, oltre a nominarli, può revocarli anche in assenza di giusta causa, ossia quando pur avendo essi rispettato legge e statuto, non abbiano soddisfatto le attese in termini di performance aziendale. Si tratta, insomma, di un controllo di merito, certamente meno neutrale dei controlli posti in essere dal collegio sindacale.

È chiaro che alcune novità vadano nel senso di rafforzare e migliorare la qualità dei controlli: si pensi alla scissione fra controllo contabile e controllo sulla gestione, che diventa la regola generale (fatta salva l'eccezione di cui al comma 3 dell'art. 2409 *bis*), e alla possibilità concessa ai soci di impugnare le deliberazioni del consiglio di amministrazione lesive dei loro diritti. Così come potrà contribuire a un sistema di controlli più efficace l'introduzione di requisiti di indipendenza più stringenti per i sindaci (inserimento, all'art. 2399 lettera *c*), di un'ulteriore causa di decadenza per i sindaci, di cui si dirà più avanti).

Non è chiaro, invece, se la struttura dei controlli prefigurata dai nuovi schemi dualistico e monistico contribuisca a un effettivo rafforzamento dei controlli interni, apprestando organi e poteri più efficaci di quelli previsti dal modello tradizionale, fondato sulla funzione di controllo del collegio sindacale.

In proposito, non può non rilevarsi come la struttura dei controlli prevista, dallo schema dualistico presenti una rilevante anomalia, da ricercarsi nel fatto che la nomina dell'organo controllato, ossia il consiglio di gestione, compete all'organo controllante, il consiglio di sorveglianza; con la contestuale eliminazione del diritto dei soci di nomina e revoca diretta, dei gestori, essendo la funzione esercitata, per loro conto dai consiglieri di sorveglianza, con la peculiarità che il sistema italiano, a differenza di quello tedesco, non prevede la possibilità che l'assemblea possa sfiduciare direttamente i consiglieri di gestione.

Né, d'altra parte, appare probabile che l'adozione del modello dualistico possa aprire la strada alla rappresentanza degli *stakeholders* nell'organo di controllo, come avviene ad esempio in Germania, non essendo questa prevista dalla legge (art. 2409 *duodecies c.c.*).

In Germania, la struttura dualistica fondata sulla presenza del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione è ispirata al modello di *cogestione*, in cui i rappresentanti dei lavoratori partecipano al consiglio di sorveglianza e, quindi, esercitano una funzione di controllo diretto sulla gestione dell'impresa.

È stato detto che il modello dualistico prevede un sistema di controllo molto articolato, per certi versi

più complesso di quello tradizionale (Bianchi, 2003). È forse troppo presto per dirlo, ma certo non sembra che lo schema dualistico consenta una maggiore indipendenza dell'organo di controllo dal gruppo di comando della società rispetto a quanto avviene nell'ambito del modello tradizionale, in cui il collegio sindacale è nominato dall'assemblea.

Anche il sistema monistico non è esente da critiche. Sebbene sia stato osservato che esso si presenta, come il più innovativo tra i sistemi di amministrazione e controllo introdotti dalla Riforma, la nomina del comitato cui è affidato il controllo da parte dell'organo controllato non può che suscitare perplessità.

Non può non constatarsi nel sistema monistico il sostanziale indebolimento della funzione di controllo, attribuita a un comitato interno allo stesso consiglio di amministrazione.

Inoltre, è stato rilevato che nel modello delineato dal Codice del 1942 il controllo interno sulla gestione spetta, oltre che al collegio sindacale, anche agli amministratori, solidalmente responsabili per mancata vigilanza sul generale andamento della gestione (art. 2392 comma 2°). Non è pensabile, né auspicabile che la nuova normativa, con riferimento al sistema monistico, voglia alleggerire gli amministratori del dovere di controllo. Ma se tale dovere continua a essere di competenza di tutti gli amministratori, non è chiaro che senso abbia istituire, all'interno del consiglio di amministrazione, un gruppo di amministratori che se ne devono assumere il compito: o il compito del nuovo organo è specifico e riservato oppure la responsabilità continua ad essere solidale tra tutti gli amministratori e allora tutti gli amministratori sono responsabili di tutto e quindi dovranno controllare il comitato che li controlla.

4.1. – Evidenze empiriche sul modello di struttura: obiettivi, metodologia e fonti

Questo studio analizza la struttura della *corporate governance* delle imprese di assicurazioni quotate alla borsa di Milano.

Da un lato, la quotazione in Borsa modifica in modo significativo la relazione tra proprietà e controllo.

La categoria del proprietario-azionista si trasforma, infatti, da compagine unitaria e compatta a compagine complessa espressione di una pluralità di interessi. Agli interessi dell'Ente azionista si aggiungono quelli di soggetti che, a vario titolo, decidono di investire nelle aziende quotate. Essi possono essere raggruppati in tre classi (Pivato e Gilardoni, 2000):

a) *azionisti finanziari*, e cioè investitori istituzionali e piccoli risparmiatori interessati alla valorizzazione e alla liquidità dell'investimento;

b) *azionisti industriali*, interessati a condividere e indirizzare il progetto imprenditoriale;

c) *azionisti portatori di altri interessi*, quali dipendenti, fornitori, clienti, ed altri ancora.

La differenziazione della base azionaria complica ulteriormente la relazione tra *proprietà* e *controllo*, in quanto rende necessario il temperamento dei diversi interessi, sollevando il problema di scelta di una struttura di governo coerente con la molteplicità di istanze di cui le diverse categorie di azionisti si fanno portatrici.

Tutto ciò, si badi bene, non risponde solo ad un generico principio di equità sociale, ma ad esigenze prettamente economiche; infatti si muove, dall'ipotesi teorica, da sottoporre a verifica, che un buon sistema di governo societario, idoneo cioè a garantire un'adeguata protezione alle nuove categorie di azionisti, costituisca un fattore critico per l'attrattività dell'investimento azionario e, quindi, per il successo dei processi di quotazione delle imprese: in tal senso, i caratteri del sistema di *corporate governance* possono incidere sul risultato dell'IPO, e cioè sulla capacità dell'Ente proprietario di cedere sul mercato le quote di capitale possedute al miglior prezzo, sulla liquidità dell'investimento ex-post, oltre che sulla *performance* di borsa dei titoli stessi nel tempo (Pullano, 2009).

Pur utilizzando la prospettiva teorica di *corporate governance* come insieme di istituzioni, regole e meccanismi attraverso cui temperare le diverse categorie di interessi istituzionali (Airoldi, 1993), ai fini dell'analisi qui svolta, l'attenzione si concentrerà sulla categoria di *stakeholders* rappresentata dagli azionisti di cui sopra ai punti a); b); c).

Le imprese di assicurazioni considerate sono quelle quotate alla Borsa Italiana S.p.A. e sono: Alleanza, Cattolica, Fondiaria, Generali, Mediolanum, Milano Ass., Premafin HP, Unipol, Vittoria.

Per ciascuna azienda, l'esame del sistema di *corporate governance* viene condotto in termini di:

– *grado di rappresentanza* dei diversi organi di governo economico. Gli organi di governo economico definiscono e indirizzano l'attività aziendale, conseguentemente partecipare a tali organi significa poter orientare l'attività dell'azienda nella direzione della soddisfazione dei propri interessi;

– *grado di trasparenza* delle procedure di governo economico. Per procedure di governo economico si intende l'insieme dei meccanismi istituzionali deputati a svolgere funzioni di monitoraggio e di controllo per la tutela degli interessi degli *stakeholders*;

L'analisi del *grado di rappresentanza* si è focalizzata sul consiglio di amministrazione (in quanto organo a cui è affidata la responsabilità della gestione e del controllo sull'operato del *management* dell'impresa).

La rappresentanza delle diverse categorie di interessi nel consiglio di amministrazione è stata, apprezzata analizzando i diversi meccanismi di nomina, la

presenza di amministratori nominati dalle minoranze, la presenza di amministratori non esecutivi e quella di amministratori indipendenti nonché il numero di riunioni effettuate nell'anno.

Anche la rappresentanza delle diverse categorie di interessi nell'organo interno di controllo, e cioè nel collegio sindacale, è importante: in esso possono convergere gli interessi delle diverse categorie di azionisti a controllare la gestione e a tutelare le proprie ragioni (Paolucci, 1996), che tuttavia non saranno oggetto di analisi di questo lavoro.

L'analisi del *grado di trasparenza* delle procedure di governo economico è stata condotta attraverso la verifica della presenza di meccanismi di controllo di merito sull'operato del *management*.

Secondo Fabbri (1998), la tutela delle minoranze azionarie viene tra l'altro assicurata mediante meccanismi di controllo sull'operato dei *manager* quali: un ruolo attivo del consiglio di amministrazione nella definizione delle linee guida strategiche, l'introduzione di *amministratori non-esecutivi* nel consiglio di amministrazione e la creazione di comitati interni al consiglio di amministrazione. A queste deve aggiungersi l'attesa di un ruolo attivo svolto dall'assemblea degli azionisti a monitorare e controllare il *management*.

La variabile "grado di trasparenza" è stata apprezzata utilizzando come modello di riferimento il Codice di Autodisciplina italiano, emanato dal Comitato per la *Corporate Governance* delle Società quotate nel luglio 1999 e, poi, rivisitato nel corso del 2002 e poi ancora nel 2005. In particolare, si è verificata l'adozione formale del Codice di Autodisciplina, di un Regolamento per il funzionamento dell'assemblea e la costituzione di Comitati per la nomina degli amministratori, per la remunerazione e per il controllo interno.

I dati sulla struttura di *corporate governance* sono stati raccolti attraverso l'analisi documentale, realizzata su fonti ufficiali quali la Consob, la Borsa S.p.a., il sistema informativo integrato Cerved delle Camere di Commercio e i siti aziendali delle imprese oggetto d'esame. Si sono così potuti consultare gli Statuti sociali, gli atti depositati di modifica dello Statuto sociale, i bilanci relativi all'anno 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 e 2008 i prospetti informativi di collocamento e i documenti pubblicati dalle singole aziende, quali soprattutto le delibere del consiglio di amministrazione relative al recepimento delle regole di *corporate governance*. Inoltre sono stati acquisiti i dati dimensionali e finanziari anche attraverso alcune fonti secondarie. In particolare, i dati, relativi alla *performance* dei vari titoli e ai volumi scambiati forniti da Borsa S.p.a., sono stati integrati con quelli reperibili dal *data base* Intesa Trade di Banca Intesa S.p.a. accessibile agli utenti attraverso il sito www.intesatrade.it; oltre che dal sito di informazioni finanziarie <http://it.biz.yahoo.com/p/it/cpi/index.html>.

4.2. – *La rappresentanza del Consiglio di Amministrazione*

La rappresentanza nel consiglio di amministrazioni viene essere esaminata su diversi aspetti: il primo è costituito dalla composizione del consiglio di amministrazione attraverso la valutazione periodica del grado di effettiva indipendenza, il secondo relativo numero di amministratori che svolgono incarichi in altre società ed il terzo formato dalla media degli amministratori che svolgono altri incarichi.

Il ruolo del consiglio di amministrazione infatti, deve essere un ruolo attivo nella guida strategica della società, così come nel controllo effettivo della gestione, con un potere di indirizzo sull'intera gestione e un potere di intervento diretto in una serie di decisioni.

In tal senso, il consiglio svolge una funzione di guida che trova concreta attuazione non solo attraverso sistematiche riunioni del consiglio medesimo, ma anche attraverso l'effettivo impegno di ciascun amministratore in tali riunioni ed in quelle dei comitati costituiti in seno al consiglio.

A tal fine, tra i compiti riservati in via esclusiva al Consiglio di Amministrazione in forza del Codice di Autodisciplina della Società si segnalano appunto:

- l'esame e l'approvazione dei piani strategici, industriali e finanziari;
- la verifica dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo e amministrativo generale della Società e del Gruppo;
- la redazione e l'adozione delle regole di *corporate governance* della Società e la definizione delle linee guida della *corporate governance* del Gruppo;
- la designazione alle cariche di Presidente e di Amministratore Delegato delle società controllate di rilievo strategico, nonché a quelle di Direttore Generale;
- definisce le direttive in materia di sistema dei controlli interni e, almeno una volta l'anno, valuta le strategie e le politiche di assunzione, valutazione e gestione dei rischi maggiormente significativi e fissa i livelli di tolleranza;
- definisce, ove ne ricorrano i presupposti, le direttive e i criteri per la circolazione e la raccolta dei dati delle informazioni utili a fini dell'esercizio della vigilanza supplementare;
- verifica che l'alta direzione implementi correttamente il sistema dei controlli interni e di gestione dei rischi;
- la valutazione del generale andamento della gestione, con particolare attenzione alle situazioni di conflitto di interessi, tenendo in considerazione, in particolare, le informazioni ricevute dagli Amministratori Delegati e dal Comitato per il Controllo Interno e per la *corporate governance*;
- la valutazione e l'approvazione della documentazione di rendiconto periodico.

Per quanto riguarda la composizione del consiglio e relativamente al profilo delle caratteristiche che gli amministratori devono possedere, è stato valutato il grado di recepimento del Codice di Autodisciplina per le società quotate verificando la presenza di un numero adeguato di amministratori non esecutivi e, poi, tra questi, quella di amministratori indipendenti.

Il Codice di Autodisciplina sancisce al par. 2.2 che *“Gli amministratori non esecutivi apportano le loro specifiche competenze nelle discussioni consiliari, contribuendo all'assunzione di decisioni conformi all'interesse sociale”*. Nelle note esplicative, il Codice afferma ancora: *“il fatto che le deleghe di gestione della società siano affidate solo ad una parte degli amministratori non elimina l'importanza che il consiglio, nello svolgimento dei suoi compiti di indirizzo strategico e di vigilanza, sia effettivamente in grado di esprimere giudizi autorevoli, frutto di autentiche discussioni fra persone professionalmente qualificate. La componente non esecutiva ha il ruolo primario di fornire un contributo positivo all'esercizio di tali compiti”*.

Il Codice di Autodisciplina auspica, inoltre, che nei consigli di amministrazione delle società quotate sia eletto un numero di amministratori indipendenti che sia adeguato in relazione al numero degli amministratori non esecutivi componenti il consiglio e significativo per la sua rappresentatività.

Il ruolo degli amministratori indipendenti assume estrema rilevanza nel modello delineato dal Codice, oltre che nelle discussioni consiliari, anche nella partecipazione ai comitati che vengono costituiti in seno al consiglio di amministrazione per trattare tematiche delicate e fonti potenziali di conflitti di interesse. Il Codice di Autodisciplina prende atto che nelle società con proprietà concentrata, come quelle che in questa sede vengono esaminate, emerge la necessità che alcuni amministratori siano indipendenti, tra l'altro, *“anche dagli azionisti di controllo, per permettere al consiglio di verificare che siano valutati con sufficiente indipendenza di giudizio i casi di potenziale conflitto tra gli interessi della società e quelli degli azionisti di controllo”* (par. 3.2 – commenti esplicativi –). Il Codice afferma, ancora, che *“la presenza di amministratori qualificabili come indipendenti nei consigli di amministrazione sia la soluzione più idonea per garantire la composizione degli interessi di tutti gli azionisti, sia di maggioranza, sia di minoranza.”* (par. 3.2 – commenti esplicativi –).

Nella prospettiva teorica del Codice di Autodisciplina, pertanto, la tutela degli interessi delle minoranze è resa possibile anche attraverso la presenza degli amministratori indipendenti. Si badi al fatto, che: *“nel corretto esercizio dei diritti di nomina degli amministratori, è possibile che gli amministratori indipendenti vengano proposti dagli stessi azionisti di controllo o di maggioranza: l'indipendenza è un elemento oggettivo, non condizionabile dalla tipologia degli a-*

zionisti proponenti la nomina” (par. 3.2 –commenti esplicativi-, Codice di Autodisciplina).

Gli amministratori esecutivi invece, sono tutti quei membri del Consiglio di amministrazione che assumono funzioni direttive nella società o che svolgono un ruolo attivo nel governo dell’impresa; rientrano in questa figura l’Amministratore Delegato e il Presidente, se ad esso vengono attribuite apposite deleghe.

Per rilevare la presenza di amministratori esecutivi, amministratori non esecutivi non esecutivi e quella di amministratori indipendenti all’interno dei consigli stessi, si ricorre all’analisi documentale delle Relazioni in materia di *corporate governance*, pubblicate da Borsa S.p.A..

La Relazione in materia di *corporate governance* rappresenta il documento ufficiale con cui il Consiglio di Amministrazione descrive in che misura la società amministrata è riuscita ad adeguare la propria struttura di *governance* alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina; i dati sulla composizione *di fatto* dei consigli di amministrazione delle imprese esaminate sono,

pertanto, quelli relativi al 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, termine entro il quale sono state predisposte le più recenti relazioni in materia di *corporate governance*; i dati così ottenuti sono riepilogati in Tabella 1

I risultati della ricerca evidenziano come nelle nove società quotate vi sia uniformità delle regole di *corporate governance*, verificando la presenza di un numero adeguato di amministratori non esecutivi e, poi, tra questi la presenza di amministratori indipendenti.

In essa vengono individuati il numero di amministratori eletti dalla minoranza; se ci sono amministratori Delegati e quanti di questi coincidono con la figura del Presidente; inoltre vengono individuate anche il numero di riunioni svolte nell’anno. Dalla lettura di cui sopra si evince ancora come il Consiglio di amministrazione delle società di assicurazione italiane quotate assume una dimensione variabile da un minimo di sette a un massimo di venticinque componenti appartenenti rispettivamente a Premafin Hp e alla Unipol.

Tabella 1 – *Struttura delle società di assicurazioni quotate in borsa*

Società	Anni	A	AE	ANE	AI	di nuova nomina	di cui indipendenti	Amm. Minoranza	AD div P.	N. AD	NR
Alleanza	2001	14	1	13	8	0	0	0	NO	1	6
	2002	14	1	13	8	0	0	0	NO	1	5
	2003	14	1	13	9	0	0	0	NO	1	7
	2004	14	3	11	8	4	1	0	SI	1	8
	2005	14	2	13	9	1	0	0	SI	1	10
	2006	14	1	13	8	1	1	0	SI	1	9
	2007	13	1	12	5	1	0	0	SI	1	8
	2008	12	1	11	5	0	0	0	SI	0	8
Cattolica	2001	18	0	18	18	0	0	0	nd	0	14
	2002	18	0	18	18	1	1	0	nd	0	17
	2003	18	0	18	18	0	0	0	nd	0	14
	2004	18	0	18	18	0	0	0	nd	0	14
	2005	18	0	18	18	0	0	0	SI	1	14
	2006	18	1	17	4	5	2	0	SI	1	25
	2007	18	7	11	7	7	4	0	nd	0	25
	2008	18	1	17	8	2	1	0	SI	1	18
Fondiarria	2001	15	6	9	6	0	0	0	SI	1	8
	2002	15	4	11	7	3	2	0	SI	1	14
	2003	19	5	14	10	5	5	0	SI	1	12
	2004	19	3	16	11	0	0	0	SI	1	9
	2005	19	4	15	11	0	0	0	SI	1	9
	2006	19	4	15	8	3	3	0	SI	1	11
	2007	19	4	15	8	0	0	0	SI	1	10
	2008	19	4	15	8	0	0	0	SI	1	14
Generali	2001	20	2	18	nd	0	0	0	NO	3	6
	2002	20	3	17	nd	0	0	0	NO	3	6
	2003	20	2	18	13	1	0	0	SI	2	6
	2004	19	3	16	13	10	7	0	SI	2	3

	2005	18	3	15	12	0	0	0	SI	2	6	
	2006	17	3	14	11	0	0	0	SI	2	9	
	2007	20	4	16	12	8	6	0	SI	2	10	
	2008	20	4	16	11	0	0	0	SI	2	7	
Mediolanum	2001	12	3	6	3	0	0	0	SI	1	13	
	2002	12	3	6	3	0	0	0	SI	1	11	
	2003	12	3	6	3	1	0	0	SI	1	10	
	2004	12	3	6	3	0	0	0	SI	1	8	
	2005	12	3	6	3	1	0	0	SI	1	9	
	2006	12	3	6	3	0	0	0	SI	1	8	
	2007	14	3	8	3	2	0	0	SI	1	8	
	2008	15	4	8	3	1	0	0	SI	1	7	
	Milano Ass.	2001	13	nd	nd	nd	nd	nd	nd	NO	1	7
		2002	13	nd	nd	nd	8	6	0	NO	1	11
2003		19	2	17	10	9	3	0	NO	1	12	
2004		19	3	16	9	1	0	0	NO	1	9	
2005		19	4	15	9	2	2	0	NO	1	9	
2006		19	4	15	8	1	1	0	NO	1	7	
2007		19	4	15	8	0	0	0	NO	1	9	
2008		19	4	15	7	1	0	0	NO	1	13	
Premafin HP	2001	7	2	5	2	0	0	0	nd		6	
	2002	7	3	4	2	3	0	0	SI	1	11	
	2003	11	4	7	4	4	2	0	NO	1	11	
	2004	11	1	10	5	3	3	0	NO	1	8	
	2005	12	3	9	6	1	1	0	NO	1	7	
	2006	12	3	9	4	0	0	0	NO	1	8	
	2007	13	3	10	4	1	0	0	NO	1	8	
	2008	13	3	10	3	0	0	0	NO	1	8	
UNIPOL	2001	25	2	23	9	nd	nd	nd	NO	2	8	
	2002	25	2	23	23	3	3	0	NO	2	6	
	2003	25	2	23	23	0	0	0	NO	2	8	
	2004	25	2	23	9	4	2	0	NO	2	7	
	2005	24	2	22	8	3	1	0	NO	2	11	
	2006	25	1	22	8	4	3	0	SI	1	12	
	2007	25	1	14	10	6	2	0	SI	1	11	
	2008	25	1	24	10	1	1	0	SI	1	11	
Vittoria	2001	15	3	12	11	nd	nd	nd	SI	1	7	
	2002	15	2	13	7	1	0	0	SI	1	6	
	2003	14	2	5	7	0	0	0	SI	1	5	
	2004	15	3	5	7	3	1	0	SI	1	6	
	2005	16	3	4	9	1	1	0	SI	1	5	
	2006	16	3	5	9	1	1	0	SI	1	5	
	2007	16	3	12	9	1	1	1	SI	1	8	
	2008	16	3	13	9	0	0	1	SI	1	7	

Fonte: *Elaborazione Propria*

Legenda: A = numero complessivo componenti consiglio di amministrazione; AE= amministratori esecutivi; ANE= amministratori non esecutivi; AI= amministratori indipendenti; di cui di nuova nomina= quanti amministratori sono nominati nell'anno; di cui indipendenti= quanto amministratori nominati nell'anno sono indipendenti; Amm. Min.= numero di amministratori eletti dalla minoranza; AD div. P.= indicare se la carica di amministratore delegato coincide con la carica di presidente: SI se diverso NO se uguale; NR= numero di riunioni svolti nell'anno; nd= non disponibile.

Un'altra variabile di *governance* di particolare interesse è costituita dalla procedura di nomina degli amministratori (grado di trasparenza). Il Codice raccomanda quale metodo elettivo (anche se a partire dal 2006) il meccanismo del voto di lista e richiede trasparenza nella procedura di nomina degli amministratori prevedendo la costituzione, se lo ritiene necessario, del Comitato per le proposte di nomine (Comitato di nomine).

Esaminando il consiglio di amministrazione non nel momento della sua nomina bensì nella sua composizione, si osserva che almeno uno dei componenti deve provenire dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti (art. 147 *ter* del Tuf).

Dall'analisi delle relazioni di *corporate governance* delle società del settore assicurativo a partire dal 2005 si evince, come tutte ricorrono a tale meccanismo (voto di lista) e solo in una società (Vittoria) sono presenti amministratori eletti dalle liste di minoranza con un numero medio pari a uno.

Per quanto riguarda invece, il ruolo svolto dal Presidente del Consiglio e dall'Amministratore Delegato: il Presidente, viene nominato dal Consiglio di amministrazione fra i propri membri, in genere gode di un potere carismatico, scelto possibilmente fra gli amministratori non esecutivi, è in grado di promuovere e ostacolare delibere del Consiglio per effetto del proprio prestigio personale. Il Presidente deve garantire un buon governo dell'impresa; coordinare il funzionamento del consiglio; stabilire l'ordine del giorno delle riunioni. L'amministratore Delegato d'altra parte, è colui che per effetto delle deleghe, determina la scelta della meta da raggiungere ed orienta i comportamenti del *management* verso le *performance* aziendali. Nelle società di cui sopra si può ben notare come tutte hanno la presenza di un amministratore Delegato e ben in cinque questa coincide con la figura del Presidente.

Relativamente alle riunioni svolte dal Consiglio (Tab. 1), si può riscontrare come queste variano da un minimo di cinque ad un massimo di venticinque, effet-

tuate rispettivamente da Alleanza nel 2002 e Cattolica nel 2007 e 2008.

4.3. – *Incarichi svolti dai membri del Consiglio di Amministrazione*

Gli amministratori per poter assumere e svolgere la carica devono possedere adeguati requisiti di professionalità e onorabilità. In particolare, l'art. 147 *quinquies* del Tuf impone agli amministratori gli stessi requisiti previsti per i membri degli organi di controllo, attualmente oggetto di uno specifico decreto ministeriale. Tali requisiti attengono all'esperienza ed alla correttezza degli incarichi svolti e viene lasciato, in materia, un margine di autonomia statutaria.

Per altro verso, l'assunzione della carica di amministratore (ma soprattutto quella in organi di controllo) può essere interessata dal limite del c.d. cumulo di incarichi dei membri degli organi di controllo di cui all'art. 148 bis del TUF e recentemente oggetto di un apposito regolamento CONSOB. È bene evidenziare che la logica in base alla quale la CONSOB ha individuato i limiti ai cumuli di incarichi è quella di assicurare una gestione efficiente alle società, evitando che uno stesso soggetto possa svolgere incarichi onerosi e complessi. Questa regolamentazione, alla luce delle finalità istituzionali perseguite dalla CONSOB, non costituisce, pertanto, una regolamentazione generale ed astratta del tema in una prospettiva di tutela della concorrenza.

Per rilevare il numero degli amministratori esecutivi, amministratori non esecutivi e amministratori indipendenti che svolgono incarichi in altre società per il periodo che va dal 2001 al 2008, si ricorre all'analisi documentale delle relazioni in materia di *governance*, approvate dalle imprese e pubblicate da Borsa S.p.A. (www.borsaitaliana.it). I dati ottenuti sono riepilogati nella Tab. 2.

Per un'analisi più approfondita si è provveduto in seguito a fare il calcolo medio del numero degli incarichi svolti dagli amministratori esecutivi, non esecutivi ed indipendenti riepilogandoli nella Tab. 3

Tabella 2 – *Incarichi svolti dagli amministratori in altre società*

Società	Anni	indicazione altri incarichi	N. Amm con altri incarichi	N AE altri incarichi	N. ANE altri incarichi	N. AI altri incarichi
Alleanza	2001	NO				
	2002	SI	13	1	12	7
	2003	SI	12	1	11	7
	2004	SI	12	3	9	6
	2005	SI	13	1	12	8
	2006	SI	13	1	12	8
	2007	SI	13	1	12	5

	2008	SI	11	1	10	4
Cattolica	2001	NO				
	2002	NO				
	2003	SI	17	0	17	17
	2004	SI	17	0	17	17
	2005	SI	16	0	16	16
	2006	SI	18	1	17	4
	2007	SI	18	7	11	7
	2008	SI	17	1	16	8
Fondiaria	2001	NO				
	2002	SI	14	4	10	6
	2003	SI	18	5	13	9
	2004	SI	19	3	16	11
	2005	SI	17	4	13	9
	2006	SI	18	4	14	7
	2007	SI	18	4	14	7
	2008	SI	18	4	14	7
Generali	2001	NO				
	2002	NO				
	2003	SI	20	2	18	13
	2004	SI	19	3	16	13
	2005	SI	18	3	15	12
	2006	SI	16	3	13	10
	2007	SI	18	4	14	10
	2008	SI	19	4	15	10
Mediolanum	2001	NO				
	2002	SI	7	3	3	1
	2003	SI	8	3	4	1
	2004	SI	9	3	4	2
	2005	SI	9	3	4	2
	2006	SI	10	3	4	3
	2007	SI	12	3	6	3
	2008	SI	13	4	6	3
Milano Ass.	2001	NO				
	2002	SI	8			
	2003	SI	15	2	13	7
	2004	SI	17	3	13	8
	2005	SI	17	4	13	8
	2006	SI	18	4	15	8
	2007	SI	19	4	15	8
	2008	SI	19	4	15	7
Premafin HP	2001	NO				
	2002	SI	5	3	1	1
	2003	SI	9	4	5	3
	2004	SI	9	1	8	3
	2005	SI	9	3	6	4
	2006	SI	10	3	7	3
	2007	SI	11	3	8	3
	2008	SI	12	3	9	3
	2001	NO				

UNIPOL	2002	SI	20	2	18	18
	2003	SI	21	2	19	19
	2004	SI	20	2	18	3
	2005	SI	17	2	15	3
	2006	SI	17	1	16	3
	2007	SI	20	1	14	5
	2008	SI	22	1	21	7
Vittoria	2001	NO				
	2002	SI	9	2	7	4
	2003	SI	12	2	5	5
	2004	SI	14	3	5	6
	2005	SI	16	3	4	9
	2006	SI	13	1	5	8
	2007	SI	12	2	10	7
	2008	SI	13	3	10	7

Fonte: *Elaborazione Propria*

Tabella 3 – *Media altri incarichi svolti dagli amministratori*

Società	Anni	media AE altri incarichi	Media ANE altri incarichi	Media AI altri incarichi
Alleanza	2001			
	2002	2	3,58	2,14
	2003	2	3,91	2,86
	2004	7,67	5,67	2,67
	2005	2	6	2,37
	2006	2	5,25	1,5
	2007	2	5,83	2
	2008	1	5,6	2,25
Cattolica	2001			
	2002			
	2003	0	3,35	3,35
	2004	0	3	3
	2005	0	3,38	3,38
	2006	6	4,29	2,75
	2007	6,29	3,82	4
	2008	8	4,44	3,75
Fondiarìa	2001			
	2002	7,25	5,4	4,67
	2003	8,8	6,38	5,89
	2004	10,67	5,81	5,18
	2005	11,25	6,15	5,56
	2006	12,25	6,64	5
	2007	13,5	7,14	5,14
	2008	14	5,93	4,71
Generali	2001			
	2002	0		
	2003	9	2,78	2
	2004	11,67	2,56	2,38
	2005	11	3	2,75

	2006	17	3,54	3,3
	2007	11,5	3,64	4,2
	2008	10,5	3,93	4,4
Mediolanum	2001			
	2002	2,67	5	20
	2003	3,67	4,5	18
	2004	3,67	3,75	10
	2005	4,67	4,75	11,5
	2006	4,67	5	9
	2007	3,67	3,67	7,67
	2008	3	4	8,33
Milano Ass.	2001			
	2002			
	2003	9	4,77	2,71
	2004	8,33	5,15	3,13
	2005	10,5	5	3,75
	2006	14	5,4	4,88
	2007	14,75	5,53	4,63
	2008	14,25	5,47	4,86
Premafin HP	2001			
	2002	6	6	2
	2003	7,75	3,8	2
	2004	10	6,13	5,33
	2005	11,67	5,67	5,25
	2006	13	5,43	3,67
	2007	13,67	7,88	5
	2008	14	5,89	4
UNIPOI	2001			
	2002	10,5	5	5
	2003	10,5	4,11	4,11
	2004	6,5	5,5	2,67
	2005	6	4,73	4,67
	2006	2	3,38	2,33
	2007	3	5,71	2,8
	2008	5	5,09	2,57
Vittoria	2001			
	2002	2,5	3,57	3
	2003	7	3,6	4,8
	2004	10	7	4,83
	2005	10	8,5	5,44
	2006	9	4,2	4
	2007	4	2,3	2,43
	2008	2,33	2,5	2,14

Fonte: *Elaborazione Propria*

Dalla lettura di cui sopra (Tab. 2), si può notare come il numero di amministratori che svolgono incarichi in altre società varia da un minimo cinque ad un massimo di ventidue facente capo rispettivamente a Premafin Hp nel 2002 ed a Unipol nel 2008. Nello specifico, per quanto riguarda gli amministratori ese-

cutivi che svolgono funzioni in altre società variano da un numero minimo di uno ad un massimo di sette; per gli amministratori non esecutivi e indipendenti varia da un minimo di uno ad massimo di diciannove.

Dalla lettura della Tab. 3, si può notare invece, come il numero medio minimo e massimo di incarichi

svolti dagli amministratori sia costituito: dagli amministratori esecutivi min. 1 (Alleanza), max 14,75 (Milano Ass.); per gli amministratori non esecutivi min. 2,3 (Vittoria), max 8,5 (Vittoria); per gli amministratori indipendenti min. 1,5 (Alleanza), max 11,5 (Mediolanum).

5 – Osservazioni conclusive

Il cuore della *corporate governance* del settore assicurativo è formato dal Consiglio di amministrazione il cui compito è quello di guidare l'impresa, perseguendo l'obiettivo primario della creazione di valore per gli azionisti e degli *stakeholders* in generale.

La composizione del Consiglio di amministrazione è, infatti, una delle variabili demografiche più importanti tanto che ad essa il codice riserva ben due argomenti (composizione del Consiglio di amministrazione e Amministratori Indipendenti). La composizione del Consiglio, in effetti è da considerare quale fattore critico di successo (Pozzoli, 1996): è il gruppo di manager che governa l'azienda, infatti, che deve comprendere se è come cambiare e adattarsi ai cambiamenti esterni (Terzani, 1999).

Inoltre, poiché la struttura in esame limita fortemente la contendibilità della proprietà, le garanzie di tutela degli azionisti di minoranza rimangono limitate all'esistenza e all'applicazione di specifiche procedure, che le società stanno progressivamente adottando in conformità con le raccomandazioni e il codice di autodisciplina, quali il regolamento dell'assemblea e quelle relative al funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione. Volendo sintetizzare i risultati a cui si è pervenuto in tema di procedure di governo economico e tutela delle minoranze, si può affermare quanto segue.

Il recepimento da parte delle società dei meccanismi formali previsti dal codice di autodisciplina è certamente ampio: larga è infatti l'adozione dei regolamenti assembleari, dei comitati e, soprattutto la presenza di un gran numero di amministratori indipendenti.

La domanda che ci si può ragionevolmente porre è se la formale adozione da parte delle società quotate del Codice di Autodisciplina può bastare a far loro meritare una sorta di "marchio di qualità" per il proprio sistema di *corporate governance* o, più precisamente, se può bastare per valutare il sistema di *corporate governance* di dette aziende come efficace a soddisfare e contemperare le esigenze diverse delle diverse categorie di azionisti e degli *stakeholders* in generale.

A parere di chi scrive, al quesito va data una risposta negativa. L'adozione concreta del Codice di *best practice* nazionale può evidenziare, in talune circostanze, lacune rilevanti dovute al fatto che il Codice medesimo, traendo origine dall'esperienza anglo-americana, finisce con l'ignorare totalmente

l'influenza che possono esercitare gli assetti proprietari in quanto, l'azionista di controllo, può non solo controllare e orientare il governo economico d'impresa, ma anche tenere sotto controllo, limitandoli fortemente, i poteri delle altre categorie di azionisti, eppure tutto questo sembra sfuggire al quadro regolamentare del Codice.

I codici di *best practice* inglesi ignorano i condizionamenti che possono provenire dalla proprietà, solo perché, nello schema della *public company*, dominante nella realtà delle società quotate inglesi, i soci sono troppo deboli per condizionare la gestione, ed è per questo che l'attenzione dei codici finisce per focalizzarsi sulle figure degli amministratori e dei *managers*. Nella realtà indagata le cose stanno diversamente. Infatti, così come accade nelle imprese familiari, per via della concentrazione del capitale da parte della famiglia controllante, anche nelle società di assicurazione, la concentrazione del capitale detenuto nelle mani di poche persone, porta gli organismi gestori ad essere stabilmente espressione della proprietà.

Di un simile quadro deve tenersi conto, specialmente, quando si va a valutare la reale osservanza delle raccomandazioni del codice di autoregolamentazione da parte della società. Infatti occorre considerare il rischio che tali raccomandazioni siano osservate solo nella lettera ma non nella sostanza.

Perché l'adeguamento del sistema di *corporate governance* alle raccomandazioni del codice sia ritenuto valido è necessario che soddisfi il requisito della sostanzialità e non solo della forma. Tuttavia, la letteratura evidenzia, anche empiricamente, come il verificarsi del rischio che tali raccomandazioni siano osservate solo nella lettera, ma non nella sostanza, sia in concreto molto alto (Confederation of British industry 1998)

Tale rischio deve essere tenuto in considerazione dal soggetto che voglia effettuare la valutazione del sistema di *corporate governance* di una qualsiasi azienda, in quanto rappresenta un importante elemento di criticità della valutazione stessa. Al riguardo c'è da dire che può essere assai arduo, per il soggetto che conduce la valutazione, effettuare una distinzione fra un adeguamento alle norme di tipo formale, alla lettera (ad esempio la presenza di amministratori senza deleghe esecutive nel consiglio di amministrazione), che non contribuisce attivamente all'efficienza del sistema, da quello di un adeguamento di tipo sostanziale (ad esempio il reale ruolo svolto nel consiglio di amministrazione dagli amministratori senza deleghe esecutive).

L'analisi condotta, ha voluto evidenziare solo alcuni aspetti legati alla composizione del consiglio delle società di assicurazione quotate in Italia, allo scopo di rendere visibile le loro scelte organizzative con l'idea di fondo di individuare il modello di governance societario diffuso nel settore assicurativo ossia quello di tipo "tradizionale".

References

- AA. VV. (1998), *Mille modi di dire Corporate*, in "Corporate Governance", Il Sole 24 Ore Idea
- Abbadessa, P. (2005), La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di legge per la tutela del risparmio, *Le società*, N. 3
- Agliati, M., Caglio, A. (2001), *L'evoluzione della funzione amministrativa*, Egea, Milano
- Airoldi, G. (1993), Modelli di capitalismo e modelli di impresa. Schemi per l'analisi comparata, *Economia e management*, N. 2
- Airoldi, G., Forestieri, G., (1998), *Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas Milano
- Allegri, V. (1999), Gli amministratori delle società per azioni in una prospettiva di riforma, *Le Società*, Milano
- Berle, A., Means G. (1932), *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York
- Berle, A. (1970), *La grande impresa nella società moderna*, Franco Angeli, Milano
- Bianchi, G. (2003), *Amministrazione e controllo delle nuove società di capitali*, IPSOA
- Borsa ITALIANA S.P.A. (1999), *Codice di Autodisciplina*, Milano
- Borsa Italiana S.p.A. (2002), *Codice di Autodisciplina*, Milano
- Borsa Italiana S.p.A. (2006), *Codice di Autodisciplina*, Milano
- Coase, R. (1937), The nature of firm, *Economica*, Vol. 4
- Confederatio of British Industry, (1998), *Hampel report, Final Report*
- Davis, J.H., Schorman, F.D., Donaldson L., (1997), Toward a Stewardship of Management, *Academy of Management Review*, 42
- De Ferra, C. (1995), *L'assicurazione: nozione concetti, basi matematiche*, Etaslibri, Milano
- Di Cagno, N., Adamo, S. (2000), *Amministrazione e controllo delle imprese di assicurazione*, G. Giappichelli Editori, Torino
- Di Guardo, M.C. (2007), *I nuovi scenari strategici per gli agenti di assicurazione*, Franco Angeli, Milano
- Di Toro, P. (2000), *Governance, etica e controllo*, Cedam, Padova
- Donaldson, L., Davis, J.H., (1991), Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns, *Australian Journal of Management*, 16/1
- Donati, A., Volpe Putzolu, G. (1995), *Manuale di diritto delle assicurazioni*, Giuffré, Milano
- Donati, A., Volpe Putzolu, G. (2006), *Manuale di diritto delle assicurazioni*, VIII ed., Giuffré, Milano
- Fabbri, A. (1998), *Situazioni di criticità e problemi di governance*, in Airoldi G.-Forestieri G., *Corporate governance, analisi e prospettive del caso italiano*, Etas Libri, Milano, 1998
- Fama, E.F., Jensen, M.C. (1983a), Separation of ownership and control, *Journal of Law, Economics*, Vol. 26
- Forestieri, G. (1998), *La Corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura*, in Airoldi, G., Forestieri, G., (a cura di) *Corporate governance, analisi e prospettive del caso italiano*, Etas Libri, Milano
- Forestieri, G. (2002), *Strategia e struttura delle imprese di assicurazione*, Egea, Milano
- Forni, S. (2009), *Assicurazione e Impresa*, Giuffré Editore, Milano
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Finance and Economics*, 3
- Hasman, H. (1985), The organization of insurance companies: mutual versus stock, *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol.1
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishni, R., (1996), *Law and finance*, in Beer Working Paper Series, n. 5661, in Fabbri, D., Forestieri, G., Franzoni L.A. (a cura di), 1997, *L'analisi economica del diritto*, NIS, Roma
- La Torre, A. (1995), L'assicurazione nella storia delle idee, *Assicurazioni, Serie monografiche*, Roma
- Lopatriello, S. (2006), L'organo di controllo delle società quotate, *Le Società*, N. 8
- Lusvardi, V. (1994), *La gestione dell'impresa di assicurazione*, Cedam, Padova
- Manne, H.G. (1965), Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy*, Vol. 73
- Mayer, D., Smith, C.W. Jr. (1992), Executive compensation in the life insurance industry, *Journal of Business*, Vol. 65
- Mayer, D., Smith, C.W. Jr. (1981), Contractual provisions, organizational structure, and conflict control in insurance market, *Journal of Business*, Vol. 54
- Mayer, D., Smith, C.W. Jr. (2000), Organizational forms within the insurance industry: theory and evidence, in Dionne G. (editor), *Handbook on Insurance*, Boston, Kluwer
- Mintzberg, H., (1983), *Structure in Fives: Designing Effective Organizations*, Prentice-Hall: New Jersey
- Muth, M.M., Donaldson L., (1998), Stewardship Theory and Board Structure: a Contingency Approach, *Corporate Governance*, vol. 6, n. 1, January
- Pivato, S., Gilardoni A. (2000), *Elementi di economia e gestione delle imprese*, Egea, Milano
- Pfeffer, J., Sadancik, G., 1978, *The External Control of Organizations, a Resource Dependence Perspective*, Harper and Row, New York
- Pfeffer J., (1972), Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment, *Administrative Science Quarterly*
- Pompella, M. (2009), *Rischio e Assicurazioni*, Aracne, Roma
- Pozzoli, S. (1996), *Fattori critici di successo*, Cedam, Padova

- Pullano, L. (2009), *Nuove forme di corporate governance: il ruolo del controllo nella responsabilità d'impresa*, Aracne, Roma
- Roe, M.j. (1994), *Strong Manager, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Governance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey
- Rubino, F. (2000), *Riserve tecniche e margine di solvibilità nelle imprese di assicurazione*, Franco Angeli, Milano
- Sandulli, M., Santoro, V. (2003), *La riforma delle società*, Giappichelli, Torino
- Selleri, L. (1991), *Economia e management delle imprese di assicurazione*, Etas, Milano
- Terzani, S. (1999), *Lineamenti di pianificazione e controllo*, Cedam, Padova
- Williamson, O. E., (1963), Managerial discretion and business behavior, *American Economic Review*, Vol. 53
- Williamson, O.E., *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press , New York, 1985.
- Zahra, S.A., Pearce, J.A., (1989) Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model, *Journal of Management*, 15