

La governance delle società italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione

*Intervento della Presidente di Assonime **Patrizia Grieco***

*Convegno su 'La corporate governance in epoca di transizioni', organizzato da CONSOB,
Comitato Italiano per la Corporate Governance e Assonime*

30 maggio 2022

- L'attività e la disciplina delle società, in Italia e nel mondo, si confrontano con due shock strutturali, la sostenibilità ambientale e sociale e la trasformazione digitale, che stanno imponendo una profonda trasformazione delle scelte strategiche delle imprese, dei loro processi decisionali e della loro governance.
- La sostenibilità amplia l'ambito degli interessi considerati nella gestione dell'impresa. La digitalizzazione offre nuovi strumenti operativi, cambiando le regole del gioco in termini di organizzazione, di business, di equilibrio costi/ricavi.
- Entrambe le trasformazioni hanno un rapido e forte impatto sull'adeguatezza del modello di business sviluppato dall'impresa e sulla sua stessa capacità di creare valore nel medio e nel lungo termine.
- Ne deriva l'esigenza di un'evoluzione dei compiti e delle responsabilità dell'organo di amministrazione, attraverso l'ampliamento degli interessi da contemperare e il potenziamento degli strumenti operativi, con ricadute significative sulla composizione del consiglio e sulle competenze degli amministratori, sul metodo su cui si fondano le scelte strategiche e, in generale, sulla scelta degli assetti organizzativi dell'impresa.
- In questa prospettiva, la transizione digitale e gli obiettivi di tutela ambientale e sociale possono essere considerati due elementi complementari di una complessiva trasformazione verso il modello di impresa sostenibile.
- Il nuovo Codice di autodisciplina ha compiuto una scelta fondamentale in questa direzione, in quanto ha posto il successo sostenibile, cioè la creazione di valore nel lungo periodo tenendo conto degli interessi degli stakeholder, come l'obiettivo primario che dovrebbe guidare le società.
- L'introduzione del successo sostenibile ha un importante valore orientativo per l'impresa e, in particolare, per il suo consiglio di amministrazione, che, nel perseguire la profittabilità dell'impresa, è chiamato a tener conto della sostenibilità nel lungo termine e gli interessi dei suoi stakeholder nella identificazione degli obiettivi strategici dell'impresa e nel monitoraggio della sua concreta attuazione, adeguando gli assetti organizzativi, la gestione del rischio e le politiche di remunerazione.

- Come emerso dalla presentazione di Marcello Bianchi, la spinta del Codice, che ha anticipato gli interventi normativi attualmente in discussione a livello europeo, si sta rivelando efficace nell'accompagnare l'evoluzione delle società. Circa la metà delle società quotate ha già riportato nelle relazioni di governance dell'anno scorso informazioni sull'orientamento strategico delle imprese al successo sostenibile. Un orientamento che si declina nella definizione di più chiare responsabilità del consiglio verso il successo sostenibile, nella introduzione di comitati volti a supportare il consiglio su questi temi e nelle politiche di incentivazione del board e degli esecutivi, che sono correlate in misura crescente a obiettivi di lungo termine e di sostenibilità.
- Si tratta di un risultato importante che però non esaurisce le aspettative degli investitori e della società in generale rispetto alla governance delle società quotate.
- Se da un lato, l'analisi di Assonime evidenzia una risposta positiva delle società quotate agli stimoli del Codice, dall'altro lato, le prassi societarie sono chiamate a progredire ulteriormente, rafforzando il coinvolgimento del consiglio di amministrazione nelle scelte strategiche e organizzative. Qui la sfida non si ferma alla creazione di comitati di supporto al consiglio, la cui istituzione è certamente utile e funzionale, ma riguarda la stessa composizione del board che dovrà essere competente, coeso ed efficace nel guidare le strategie delle società in questa fase di transizione ecologica e digitale.
- La tradizionale presentazione dei tre Rapporti di Consob, Comitato e Assonime rappresenta un momento importante di riflessione sullo stato dell'arte ma anche una occasione per guardare al futuro della governance in Italia. Dalle varie analisi emerge con chiarezza il problema della vera e propria crisi che il sistema italiano sta vivendo con riguardo all'accesso al mercato dei capitali.
- In particolare, Il Rapporto di Assonime evidenzia il progressivo impoverimento del listino e la crescente tendenza dei grandi gruppi italiani, soprattutto di quelli non finanziari a proprietà familiare, a trasferire all'estero la sede sociale, pur mantenendo la quotazione sul mercato italiano, o a quotarsi direttamente su una piazza finanziaria internazionale. Questi fenomeni segnalano che le storiche debolezze strutturali del mercato dei capitali italiano si stanno aggravando.
- Le ragioni di fondo di queste debolezze risiedono nell'insufficiente sviluppo dell'eco-sistema all'interno del quale opera il mercato dei capitali italiano, cioè quel complesso di regole, istituzioni, operatori specializzati che determina l'equilibrio tra costi e vantaggi del ricorso al mercato dei capitali. Si è determinato un circolo vizioso dove la debolezza dell'eco-sistema spinge le imprese verso l'estero e questo indebolisce ulteriormente il sistema perché limita lo sviluppo dei servizi a più alto valore aggiunto.
- In particolare, lo spostamento all'estero della sede legale di gruppi italiani che è un segnale chiaro della volontà di sottrarsi a un sistema di regole e di vigilanza ritenuto eccessivamente complesso e oneroso rispetto agli altri paesi, anche ad altri paesi dell'Unione europea, che pure operano nello stesso ambito della sempre più intensa armonizzazione delle regole.
- È da notare che la principale sede di attrazione per l'incorporazione delle imprese italiane è l'Olanda che, rispettando quella armonizzazione e quindi la tutela degli investitori richiesta dalla disciplina europea, ha costruito un eco-sistema che appare più "business friendly": un sistema dove una giustizia civile rapida ed efficiente si combina con una prassi di vigilanza che minimizza

gli oneri e i tempi delle istruttorie, ad esempio nell'approvazione dei prospetti informativi, e con un diritto societario particolarmente flessibile e aperto all'autonomia statutaria delle singole imprese. Non è un caso che molte delle imprese italiane che si sono trasferite in Olanda abbiano indicato tra le loro principali motivazioni la più ampia possibilità di ricorrere a forme di maggiorazione del diritto di voto non consentite dalla disciplina italiana.

- La rigidità del sistema italiano, con la tendenza a ingabbiare in una disciplina rigida aree e fenomeni che negli altri paesi sono tendenzialmente lasciati all'autonomia delle singole società, rischia di diventare un pesante ostacolo allo sviluppo del mercato. Se si guarda all'evoluzione recente dei mercati internazionali, si nota che le piazze finanziarie dove le nuove quotazioni stanno registrando una crescita significativa (New York, Amsterdam, Stoccolma) sono quelle i cui sistemi regolatori sono più flessibili, consentendo alle imprese di sperimentare forme e strumenti innovativi di accesso al mercato: dalle azioni a voto multiplo alle varie forme di direct listing.
- Questi temi emergono anche dal "Libro Verde" pubblicato dal MEF con l'obiettivo di promuovere la competitività del mercato dei capitali italiano. L'analisi condotta dal MEF mette in evidenza come il quadro normativo italiano soffra – soprattutto per quanto riguarda la disciplina delle società quotate sul mercato regolamentato – per l'introduzione o il mantenimento, quasi sistematici, di norme più onerose e rigide rispetto alla disciplina armonizzata europea (cd. goldplating). La stratificazione di norme, primarie e secondarie, regole di quotazione e prassi amministrative, incidono significativamente sulla qualità e sulla competitività dell'ordinamento domestico.
- Seppur nei limiti del proprio mandato, il Comitato per la Corporate Governance ha anticipato questa esigenza di competitività. Oltre all'introduzione del 'successo sostenibile', il nuovo Codice ha compiuto passi importanti per rendere la governance delle società italiane più in linea con gli standard internazionali, proponendo un modello che prescinde dalle specificità del nostro ordinamento giuridico, per diventare più facilmente comprensibile e apprezzabile dagli investitori internazionali. Inoltre, il nuovo Codice ha previsto una maggiore proporzionalità e flessibilità delle raccomandazioni, per offrire anche alle società più piccole e a quelle a controllo familiare la possibilità di evitare oneri organizzativi e procedurali non compatibili con le loro caratteristiche. Più in generale, il nuovo Codice punta alla valorizzazione degli spazi offerti all'autonomia statutaria con riguardo alla scelta del modello societario, all'eventuale adozione del voto maggiorato, alla nomina e alla composizione del consiglio.
- Questa portata innovativa del Codice si scontra, de jure condito, con i troppi vincoli presenti nell'ordinamento. Al tempo stesso, questo orientamento del nuovo Codice indica l'importanza e, de jure condendo, l'esigenza di una maggiore flessibilità, identificando il percorso attraverso il quale la società dovrebbe valutare come modellare il proprio sistema di governance, sotto la responsabilità dell'organo di amministrazione.
- In quest'ottica, il Libro Verde del MEF rappresenta una occasione importante di riforma dell'ordinamento societario e il tavolo ideale dove discutere anche dell'opportunità di offrire maggiori spazi all'autonomia statutaria che rappresenta, come già detto, una delle cifre degli ordinamenti europei più competitivi come, ad esempio, quello olandese.
- Molte delle peculiarità del nostro ordinamento, alcune delle quali espressamente individuate nel Libro Verde, sono il risultato di una stratificazione di norme introdotte in epoche

passate e spesso legate a esigenze contingenti, come ad esempio la necessità di reagire agli scandali societari dell'inizio degli anni 2000.

- A distanza di 20 anni, il sistema di governance è molto maturato, grazie anche all'autodisciplina, e sono state adottate regole particolarmente rigorose sui conflitti di interesse degli azionisti di controllo e dei manager che costituiva il principale problema all'origine di quelli scandali. È quindi possibile riesaminare l'equilibrio del quadro normativo, valutando se e in quale misura questa evoluzione non possa aver reso obsoleti o ridondanti alcuni strumenti posti a tutela degli investitori negli ultimi vent'anni.
- Più in generale, mi chiedo se, anche al fine di aumentare le opportunità di investimento del crescente risparmio degli italiani a sostegno del sistema produttivo, non sia oggi possibile superare un approccio regolatorio esclusivamente basato sulla protezione degli investitori per adottarne uno più orientato alla responsabilizzazione informata delle loro scelte.
- I profili di competitività del mercato domestico che potrebbero essere considerati in questa prospettiva di riforma riguardano anche temi di immediato rilievo per la organizzazione della società. A tal fine, occorre partire da un riesame di quegli istituti che denotano una maggiore distanza dalle prassi internazionali, e che in alcuni casi rappresentano un vero e proprio unicum.
- Una materia che presenta notevoli peculiarità a livello internazionale e produce effetti immediati sulla governance dell'impresa è quella del sistema di nomina degli amministratori delle società quotate.
- Nella sua versione originale, il TUF del 1998 lasciava questa area alla piena autonomia delle società, coerentemente con la storica impostazione del Codice Civile e con quanto avviene in tutti gli altri paesi, mentre aveva imposto per il solo collegio sindacale delle società quotate un voto basato su liste di candidati con l'obbligo di rappresentanza delle minoranze. L'estensione di questo sistema all'elezione del consiglio di amministrazione fece parte degli interventi emergenziali adottati per rispondere agli scandali societari e ha sicuramente prodotto risultati positivi, contribuendo a restituire la fiducia degli investitori nella governance delle imprese italiane.
- Questo sistema presuppone però una chiara distinzione tra liste di maggioranza presentate dall'azionista di controllo e liste di minoranza presentate dagli azionisti di mercato, distinzione non sempre possibile, soprattutto nelle società a proprietà più diffusa. L'evoluzione degli assetti proprietari, prevalentemente nelle società di maggiori dimensioni, ha infatti portato al cortocircuito del voto di lista, attraverso la cd. inversione delle liste di maggioranza e di minoranza, con effetti negativi anche sulla praticabilità di soluzioni proposte direttamente in assemblea, dove gli investitori istituzionali – che notoriamente votano per delega – non hanno potuto esprimere il proprio voto.
- Dalla pubblicazione della Legge per la Tutela del Risparmio che estese il voto di lista al consiglio di amministrazione non è però mutato soltanto il quadro degli assetti proprietari delle grandi imprese.
- Seppur in un contesto di debole armonizzazione del diritto societario europeo, l'implementazione di alcune direttive europee ha introdotto anche nel nostro ordinamento alcune misure organizzative volte a responsabilizzare direttamente lo stesso consiglio di amministrazione nella cura del processo di nomina degli amministratori (es. politiche di

diversità, requisiti amministratori nei settori vigilati) che presuppone l'unitarietà e una complessiva coerenza della composizione consiliare.

- In quest'ottica lo stesso Codice di Corporate Governance – che si ispira alle best practice internazionali riconoscibili e anzi attese dagli investitori internazionali – ha progressivamente elaborato un articolato sistema di best practice teso a responsabilizzare il consiglio di amministrazione, chiamato a curare che il processo di nomina e di successione degli amministratori sia trasparente e funzionale a realizzare la composizione ottimale dell'organo amministrativo secondo i principi del Codice. Un articolato sistema – sostanzialmente supportato dalla Consob anche nell'ambito della recente consultazione – che comprende l'autovalutazione dell'organo e dei suoi comitati, la costituzione del comitato nomine, l'orientamento del consiglio uscente sulla sua composizione ottimale e alla coerenza delle liste con tali orientamenti, la trasparenza della formazione e della presentazione dell'eventuale lista del consiglio uscente.
- Queste brevi considerazioni evidenziano la necessità di riflettere sull'adeguatezza dell'attuale sistema di nomina delle cariche sociali e sull'opportunità di una sua maggiore liberalizzazione.
- Un quadro normativo più flessibile potrebbe consentire alle società di adottare il sistema di nomina degli amministratori più funzionale alle loro specifiche esigenze e ai loro assetti proprietari, anche sulla base delle prassi prevalenti a livello internazionale. Queste prassi offrono un ampio ventaglio di strumenti possibili, dalla presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente, sulla base di procedure trasparenti e sostenute da una efficace autovalutazione e definizione delle caratteristiche ottimali della composizione del consiglio, alla previsione di una scadenza differenziata dei componenti (staggered board), al voto sui singoli candidati. Sarà poi al mercato esprimersi sulle scelte effettuate e individuare le migliori prassi.
- In conclusione, le sfide che le moderne economie di mercato si trovano a fronteggiare richiedono uno sforzo di sistema. Le imprese devono adottare una visione strategica orientata alla sostenibilità della loro attività nel lungo periodo, investendo in conoscenze, nell'innovazione tecnologica e organizzativa. Cruciale è in questa prospettiva il supporto del mercato dei capitali che deve fornire il capitale di rischio necessario per sostenere queste evoluzioni ed essere in grado di monitorarne efficacemente l'impiego. A questo riguardo, il sistema italiano sconta un ritardo strutturale che si è aggravato in questi ultimi anni.
- Per superare tale ritardo è possibile, e forse necessario, recuperare lo "spirito" della grande riforma che fu realizzata con il Testo Unico di Draghi alla fine degli anni '90. Questo intendeva allineare la disciplina del mercato dei capitali italiano agli standard dei sistemi più dinamici e competitivi a livello internazionale, verso i quali, oggi più di allora, rischiano di spostarsi le nostre imprese e il nostro risparmio.