

Quaderni giuridici

L'autodisciplina in materia di *corporate governance*

Un'analisi dell'esperienza italiana

S. Alvaro, P. Ciccaglioni, G. Siciliano



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

2

febbraio 2013

Quaderni giuridici

L'autodisciplina in materia di *corporate governance*

Un'analisi dell'esperienza italiana

S. Alvaro, P. Ciccaglioni, G. Siciliano



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

2

febbraio 2013

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto.

I **Position papers** sono documenti di consultazione su ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza.

Comitato di Redazione

Giovanni Siciliano (coordinatore), Francesco Adria, Simone Alvaro, Valeria Caivano, Monica Gentile, Nadia Linciano, Valerio Novembre, Paola Possenti, Isadora Tarola

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tipografia Revelox s.n.c. (Roma)

www.revelox.it

Consob

00198 Roma

Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

L'autodisciplina in materia di *corporate governance*

Un'analisi dell'esperienza italiana

S. Alvaro*, P. Ciccaglioni*, G. Siciliano*

Abstract

Il lavoro ripercorre l'esperienza italiana dell'autoregolazione in materia di *corporate governance* attraverso l'analisi dell'evoluzione del Codice di autodisciplina dalla sua prima edizione del 1999 sino alla revisione del 2011. Il lavoro mostra come l'autodisciplina abbia avuto rilevanti effetti positivi sull'assetto complessivo della regolazione delle società quotate italiane, riconducibili essenzialmente a tre fattori. In primo luogo, l'autodisciplina ha costituito un "laboratorio di sperimentazione" e di anticipazione di alcune soluzioni innovative che sono state successivamente recepite nella regolazione pubblica. In secondo luogo, l'autodisciplina ha rappresentato un importante punto di riferimento per dare contenuto operativo e di dettaglio a norme del codice civile, soprattutto in materia di controlli interni e funzionamento dell'organo di amministrazione, facendo leva su *best practice* maturate in ambito internazionale. Infine, ma cosa non meno importante, l'autodisciplina ha rappresentato uno strumento per recepire in Italia principi e orientamenti contenuti in raccomandazioni della Commissione europea. Il lavoro evidenzia, inoltre, come la forte valorizzazione data dalla normativa primaria all'autodisciplina ponga, per alcuni aspetti, l'ordinamento italiano all'avanguardia nel contesto europeo. Nel contesto internazionale, il problema di maggiore rilievo, sul quale si è recentemente concentrata anche l'attenzione della Commissione europea, è costituito dalla qualità dell'informativa al mercato sulla *governance* (soprattutto nei casi in cui le società dichiarino di discostarsi dai principi raccomandati dall'autodisciplina attraverso il meccanismo del cosiddetto *comply or explain*), sebbene l'orientamento della stessa Commissione sembrerebbe comunque escludere soluzioni legislative basate su di un coinvolgimento attivo delle autorità di vigilanza nel controllo di qualità su tale informativa. Rimane poi aperto il problema dell'effettiva applicazione delle raccomandazioni alle quali le società dichiarano di volere aderire; da questo punto di vista, il lavoro evidenzia come, in Italia e negli altri ordinamenti europei, i rimedi siano rimessi essenzialmente all'iniziativa privata (cosiddetto *private enforcement*) e ai meccanismi di controllo endo-societari.

* Consob, Divisione Studi. Le opinioni espresse sono personali e non coinvolgono in alcun modo la Consob. Si ringrazia un anonimo *referee* per gli utili commenti. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

Indice

Introduzione	5
PARTE PRIMA	
Il percorso evolutivo del Codice di autodisciplina: dalla prima edizione del 1999 alla revisione del 2010	7
1 Le caratteristiche generali del Codice di autodisciplina	7
2 Il Codice di autodisciplina del 1999 e le novelle del 2002 e del 2006	16
3 L'intervento riformatore del 2010 in materia di remunerazione degli amministratori	18
PARTE SECONDA	
La nuova edizione del Codice di autodisciplina del 2011	23
1 Gli obiettivi e i contenuti della novella del Codice	23
2 La centralità del Consiglio di amministrazione nella <i>governance</i> societaria	26
3 L'importanza della componente indipendente all'interno del Consiglio di amministrazione	33
4 La valorizzazione dei Comitati endo-consiliari	35
5 L'introduzione del concetto di gestione dei rischi nel sistema di controllo interno	37
PARTE TERZA	
Problemi aperti	47
1 La qualità dell'informativa al mercato sull'adesione ai codici di autodisciplina	49
2 L'effettiva implementazione delle raccomandazioni dei codici di autodisciplina alle quali le società dichiarano di volere aderire	57
Conclusioni	64
Bibliografia	66

Introduzione

Il presente lavoro analizza il percorso evolutivo del Codice di autodisciplina per la *corporate governance* delle società quotate italiane (di seguito anche solo "Codice"), introdotto per la prima volta nel 1999 su iniziativa di un Comitato composto da rappresentanti di associazioni di categoria di intermediari ed emittenti e di società di gestione di mercati regolamentati.

Il Codice, in linea con l'esperienza dei principali mercati internazionali, indica alle società quotate *best practice* in materia di governo societario¹, da applicarsi secondo il principio del *comply or explain*, ossia spiegando le ragioni dell'eventuale mancato adeguamento ad una o più raccomandazioni.

L'edizione del 2011 del Codice è l'ultima tappa del percorso evolutivo che ha portato a significativi cambiamenti rispetto alla versione del primo Codice del 1999, già oggetto di due revisioni generali, nel 2002 e nel 2006, e di una modifica puntuale sul tema della remunerazione degli amministratori nel 2010.

L'edizione del Codice del 2011 ha perseguito un duplice obiettivo: allinearsi agli interventi normativi domestici e comunitari succedutisi negli ultimi anni e introdurre ulteriori *best practice* alla luce di esperienze maturate in contesti internazionali.

Sotto entrambi i citati profili, emerge che uno dei *file rouge* che ha caratterizzato il processo di evoluzione del Codice sin dalla sua emanazione è la matrice europea e internazionale di molte delle tematiche affrontate e delle soluzioni apprestate.

Infatti, in molti casi, le modifiche sono derivate dalla necessità di rivedere riferimenti a temi che il Codice aveva anticipatamente affrontato e che successivamente sono stati oggetto di disciplina nella normativa primaria per effetto del recepimento di direttive comunitarie (ciò è accaduto, ad esempio, in occasione dell'attuazione delle direttive c.d. *Shareholder's rights*² e c.d. *Market Abuse*³); in altri casi, invece, il Codice ha più semplicemente ritenuto opportuno fare propri i contenuti di talune raccomandazioni della Commissione europea (è il caso, ad esempio, della Raccomandazione della Commissione europea del 2009 in tema di remunerazione

1 Il "Rapporto sulla Corporate Governance" (lavoro prodromico alla prima edizione del Codice di autodisciplina e pubblicato unitamente al Codice) definisce la *corporate governance* come il "sistema delle regole secondo le quali le imprese sono gestite e controllate". Definizione, questa, del tutto analoga a quella contenuta nel primo Codice in materia di *corporate governance* emanato in Europa, ossia il *Cadbury Code* inglese del 1992. Diversa è, invece, la definizione formulata dall'Ocse nei *Principles of Corporate Governance*, pubblicati nel 1999 e rivisti nel 2004, secondo cui: "the Corporate Governance framework should recognize the rights of stakeholders as established by law and encourage active co-operation between corporations and stakeholders in creating wealth, jobs and the sustainability of financially sound enterprises", in merito alla quale si veda per tutti F. Mazzini, *Il Codice italiano di autodisciplina delle società quotate: prime osservazioni*, in *Studi e note di economia*, 2001, 3, 11.

2 Direttiva 2007/36/CE, riguardante "L'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate", attuata in Italia con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27.

3 Direttiva 2003/6/CE relativa all'"Abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)", attuata in Italia con la legge 18 aprile 2005, n. 62 (Legge comunitaria 2004), poi modificata, da ultimo, dal d.lgs. 17 luglio 2009 n. 101, recante "Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi 24 febbraio 1998, n. 58 e 17 settembre 2007 n. 164, in materia di intermediazione finanziaria e di mercati degli strumenti finanziari".

degli amministratori)⁴.

Da questo punto di vista, si rileva un sostanziale allineamento tra le scelte operate dal Codice e quelle effettuate a livello europeo⁵, comprovato, da ultimo, dal fatto che alcune delle *best practice* introdotte nell'edizione del Codice del 2011 appaiono del tutto conformi agli orientamenti della Commissione europea illustrati nel Libro Verde "*Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*"⁶ (tra tutte, l'opportunità della composizione eterogenea dei Consigli di amministrazione (di seguito anche solo "CdA") e l'estensione del concetto dei controlli interni e della *governance* alla gestione dei rischi. Può, infatti, affermarsi che il citato Libro Verde sia stato un importante supporto nell'opera di ricostruzione degli *standard* innovativi introdotti nel Codice di autodisciplina del 2011. Come si avrà modo di illustrare, molte delle nuove *best practice* raccomandate nell'edizione del 2011 prendono le mosse proprio da tale documento, il quale sviluppa le tre tematiche che la Commissione europea ha ritenuto centrali in materia di governo societario, dedicando a ciascuna di esse un apposito capitolo: 1) il Consiglio di amministrazione (con particolare attenzione alla sua composizione); 2) gli azionisti (soprattutto con riferimento agli strumenti che possono incoraggiare un loro ruolo più attivo e più interessato a risultati di lungo periodo); 3) l'approccio 'rispetta o spiega' - monitorare ed attuare i codici di governo societario.

In estrema sintesi, la revisione del Codice operata nel 2011, da un lato, ha inteso rafforzare la centralità dell'azione del Consiglio di amministrazione e dei Comitati endo-consiliari, ponendo particolare attenzione alla componente "indipendente" di entrambi; dall'altro, ha ricompreso nel concetto di "controllo interno" la funzione della "gestione dei rischi" aziendali ed ha razionalizzato e chiarito il ruolo dei vari organi coinvolti nel sistema dei controlli interni, dando un contenuto operativo e di dettaglio alla disciplina generale dettata dal codice civile (e in particolare dagli artt. 2381, co. 3 e 2403 c.c. che disciplinano le funzioni svolte, rispettivamente, dal Consiglio di amministrazione e dal Collegio sindacale, in merito all'adeguatezza del sistema organizzativo, amministrativo e contabile della società).

Il lavoro è organizzato come segue. La Parte prima delinea il percorso evolutivo che ha caratterizzato il Codice di autodisciplina dalla sua prima edizione del 1999 sino alla modifica del 2010 in materia di remunerazione degli amministratori, dando conto delle novità più rilevanti apportate con le revisioni generali del 2002 e del 2006, sia per quanto riguarda la struttura del Codice che le *best practice* introdot-

4 Raccomandazione della Commissione europea 2009/385/CE del 30 aprile 2009, che integra le Raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente "*La remunerazione degli amministratori delle società quotate*".

5 Tale convergenza tra il Codice di autodisciplina e il diritto europeo si è realizzata, ad esempio, in materia di presenza di amministratori esecutivi e non esecutivi all'interno dei Consigli di amministrazione e nel favor per l'utilizzo del principio del *comply or explain*, principi contenuti nella Raccomandazione della Commissione europea 2005/162/CE del 15 febbraio 2005, sul "*Ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza*" e fatti propri dal Codice, rispettivamente, nell'articolo 2 e nel III Principio guida.

6 Libro Verde della Commissione europea, "*Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*", n. COM(2011)164, pubblicato il 5 aprile 2011.

te o semplicemente aggiornate.

La Parte seconda, invece, analizza in dettaglio le principali innovazioni apportate nell'edizione del Codice del 2011.

La Parte terza, infine, affronta due problemi ancora aperti, sia in ambito domestico che internazionale, che possono condizionare l'efficacia e l'utilità dei Codici di autodisciplina per gli investitori e i partecipanti al mercato. Il primo è quello della qualità dell'informativa al mercato sulle modalità di adesione ai Codici, mentre il secondo è quello della effettiva implementazione delle raccomandazioni dei Codici alle quali le società dichiarano di volere aderire.

Il percorso evolutivo del Codice di autodisciplina: dalla prima edizione del 1999 alla revisione del 2010

PARTE
PRIMA

1 Le caratteristiche generali del Codice di autodisciplina

Per comprendere appieno il percorso evolutivo seguito dal Codice, dal 1999 fino all'edizione del 2011, occorre partire da una considerazione: la materia regolata dal Codice di autodisciplina, ossia la *corporate governance* (di seguito anche solo "CG"), si colloca nel nostro ordinamento positivo tra i principi di libertà di iniziativa economica (art. 41 Cost.) e di tutela del risparmio (art. 47 Cost.).

L'articolo 41 della Costituzione, fondamentale per la ricostruzione della c.d. costituzione economica del nostro Stato, afferma la libertà di iniziativa economica privata, a patto che essa non sia svolta in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà o alla dignità umana.

L'interpretazione maggioritaria di tale ultima disposizione ritiene che la libertà di iniziativa economica vada riconosciuta tanto nel momento iniziale in cui l'imprenditore sceglie liberamente l'attività da intraprendere, quanto nel momento in cui organizza l'impresa (in termini di dimensioni, collocazione geografica, tipo societario, struttura ecc.).

Sotto questo secondo profilo, sia la giurisprudenza costituzionale (sent. 362/98, 54/01, 339/01) sia la dottrina⁷, hanno riconosciuto l'esistenza di una vera e propria libertà di organizzazione dell'impresa in capo all'imprenditore.

Tale principio, in materia di *corporate governance* e soprattutto per le società quotate, deve essere necessariamente e costantemente temperato con l'art. 47 Cost. che tutela il risparmio in tutte le sue forme.

Tale bilanciamento permea e caratterizza il Codice, dalla sua prima edizione del 1999 alla recente novella del 2011: il Comitato per la CG, infatti, ha delineato le

⁷ Per tutti G. Minervini, *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1956, 214 ss.

caratteristiche generali del Codice, che ne definiscono la natura giuridica e ne connotano l'applicazione, in modo del tutto coerente con i portati degli artt. 41 e 47 della Costituzione. Caratteristiche che, mentre nel 1999 erano contenute in una Sezione apposita del Rapporto sulla CG⁸, nel 2006 sono state inserite direttamente nel testo del Codice, all'interno di quello che è stato denominato il "*Principio introduttivo*" al Codice.

L'intervento del 2011 ha sistematizzato tali regole generali in autonomi "*Principi guida*" che codificano, tra le altre⁹, le seguenti caratteristiche:

- a. la volontarietà nell'adesione al Codice (Principio guida I);
- b. la flessibilità nell'applicazione delle condotte (Principio guida III);
- c. la necessità di fornire informazioni circa l'adesione alle singole raccomandazioni del Codice e di motivare l'eventuale disapplicazione, c.d. *comply or explain* (Principio guida III).

In linea generale può osservarsi che se, da un lato, le caratteristiche della volontarietà dell'adesione e dell'applicazione flessibile e personalizzata sono del tutto in linea con il principio costituzionale che sancisce la libertà di organizzazione dell'impresa (art. 41 Cost.), dall'altro il meccanismo del *comply or explain*, fondandosi sulla trasparenza al mercato, intende tutelare il risparmio e i risparmiatori (art. 47 Cost.), ponendoli nella condizione di conoscere e valutare le scelte di governo societario effettuate dalle società quotate.

Più nello specifico, le caratteristiche del Codice di autodisciplina possono essere analizzate nei termini seguenti:

a. Il riconoscimento della natura volontaria del Codice di autodisciplina implica che non sussiste in capo alle società quotate alcun obbligo giuridico di adesione e che la scelta di conformarsi al Codice non costituisce nemmeno un pre-requisito per l'ammissione alla quotazione.

L'adesione al Codice deve, pertanto, derivare da una scelta propria della società, nel rispetto della libertà di organizzazione dell'impresa.

Il Codice si pone, infatti, espressamente come un "*modello di riferimento*"¹⁰ che raccomanda l'adozione di una serie di condotte virtuose (c.d. *best practice*) nella gestione e nel controllo di un'impresa, al fine di favorire un allineamento dei comportamenti tenuti dagli emittenti italiani alle condotte virtuose maturate in paesi con mercati di capitali più sviluppati¹¹.

8 Si trattava della Sezione n. 6, rubricata "*Applicazione del Codice*".

9 I rimanenti Principi guida (II, IV e V) stabiliscono rispettivamente: la ripartizione di ciascun articolo in principi, criteri applicativi e commenti (per cui vd. *infra*); la insussistenza dell'obbligo di motivazione nel caso in cui la legislazione primaria o secondaria detti prescrizioni incompatibili con quelle contenute nel Codice; i termini dell'appartenenza di un emittente all'indice FTSE-Mib, facendo riferimento all'ultimo giorno di mercato aperto dell'anno solare precedente quello cui si riferisce la relazione (n. V). Infine, il VI Principio guida dà mandato al Comitato per la CG di monitorare lo stato di applicazione del Codice e l'evoluzione del quadro normativo.

10 *Rapporto sulla CG*, 1999, punto 6.

11 Si noti come la concreta configurazione della *corporate governance* all'interno delle società emittenti italiane era stata analizzata (e sintetizzata dallo stesso Comitato redattore nel Rapporto sulla CG) attraverso le risposte ad un

Per tale motivo, i comportamenti auspicati vengono denominati "raccomandazioni", dal momento che spetta all'emittente decidere di aderirvi (c.d. *compliance*) o meno.

L'adozione di tali *best practice* si basa sulla premessa per cui l'obiettivo principale di una buona *corporate governance* deve essere la massimizzazione del "valore per gli azionisti", che, a sua volta, può innescare un "circolo virtuoso in termini di efficienza e integrità aziendale, tale da ripercuotersi positivamente anche sugli altri stakeholders: clienti, creditori, consumatori, fornitori, dipendenti, comunità e ambiente"¹².

Una situazione particolare è quella che riguarda le società quotate sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana s.p.a. che intendano ottenere la qualifica di "Star"¹³ per le proprie azioni; in tal caso è necessario che esse dimostrino di possedere requisiti di eccellenza tra i quali è previsto il rispetto di alcune particolari raccomandazioni dettate dal Codice in esame¹⁴. In tale unico caso, pertanto, l'adesione al Codice presenta caratteri peculiari: nel momento in cui la società quotata sceglie di entrare a far parte del citato segmento di mercato gestito da Borsa Italiana s.p.a., contestualmente decide di auto-limitare la propria libertà di adesione dal Codice, facendolo necessariamente proprio e rispettando le raccomandazioni dettate (art. 2.2.3, co. 3, Regolamento di Borsa).

b. Un'altra caratteristica, tipica della generalità degli strumenti autoregolativi e fatta propria dal Codice al fine di incoraggiarne quanto più possibile l'adozione, è stata la flessibilità di cui gli emittenti possono disporre nell'applicazione delle singole condotte.

Le società quotate che aderiscono al Codice, infatti, possono decidere di adottare i comportamenti raccomandati in maniera parziale o di non aderire affatto ad alcune raccomandazioni; anche tale caratteristica si mostra rispettosa dei portati del principio di libera organizzazione dell'impresa dal momento che consente all'imprenditore di compiere le valutazioni necessarie per accertare se un dato comportamento sia realmente conforme alla propria realtà aziendale, in considerazione

questionario tematico inviato direttamente alle società quotate italiane che ha visto la partecipazione della quasi totalità degli emittenti, assicurando, in tal modo, un'analisi completa del punto di vista delle imprese.

- 12 Vd. Rapporto sulla CG, 1999, p. 19; nello stesso senso anche F. Mazzini, *Il Codice italiano di autodisciplina delle società quotate: prime osservazioni, Studi e note di economia*, 12.
- 13 Il segmento STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti) del Mercato MTA di Borsa Italiana è dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di alta trasparenza ed alta vocazione comunicativa, alta liquidità (35% minimo di flottante) e *corporate governance* (art. 2.2.3, co. 3, del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a., ult. ed. ottobre 2012).
- 14 D. Caterino, *Autodisciplina societaria e doveri del Collegio sindacale nella Legge sulla tutela del risparmio*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, 4, 2008, 473 ss., afferma che "con una scelta al tempo stesso più sofisticata e ben più pragmatica, Borsa Italiana s.p.a. ha subordinato il solo accesso al più prestigioso segmento del mercato (c.d. STAR) non alla formale adesione ma al concreto adeguamento dello statuto sociale dell'emittente e dei comportamenti dovuti da parte dei suoi organi ad una serie di principi di governance mutuati dal Codice di autodisciplina (...). Ha affiancato al generico dovere di comply or explain, che incombe sulle società volontariamente aderenti al Codice di autodisciplina, il ben più stringente obbligo di compliance sostanziale al contenuto di alcuni dei precetti in esso richiamati".

delle molte variabili che la caratterizzano (tra tutte, la dimensione, il settore industriale e la struttura proprietaria)¹⁵.

c. La terza caratteristica del Codice è l'adozione del principio del c.d. *comply or explain* ("rispetta o spiega"), utilizzato dalla maggioranza dei codici in materia di *corporate governance* di altri paesi¹⁶ e introdotto nella stessa disciplina comunitaria con la Direttiva 2006/46/CE¹⁷.

In particolare, la citata Direttiva ha imposto agli Stati membri di prevedere per le società quotate l'obbligo di redigere, contestualmente alla relazione annuale sulla gestione, una dichiarazione sul governo societario. Tale dichiarazione deve contenere, tra le altre cose, il "*riferimento al codice di governo societario adottato*" dalla società quotata, sia nei casi in cui, in virtù dell'ordinamento nazionale, questa vi risulti "*soggetta*" *ex lege*, sia nei casi in cui, invece, essa abbia "*volontariamente deciso di applicarlo*"¹⁸.

Per la redazione di tale dichiarazione sul governo societario, è stabilito che gli Stati membri adottino anche il principio del *comply or explain*, e ciò indifferentemente dalla natura volontaria od obbligatoria dell'adesione ad un codice: è previsto, infatti, che "*nella misura in cui una società, a norma del diritto nazionale, si discosta dal codice sul governo societario [cui è soggetta o che ha volontariamente deciso di applicare] rende noto da quali parti del codice di governo societario si discosta e i motivi di tale scelta. Laddove la società abbia deciso di non applicare alcuna disposizione di un codice di governo societario ne spiega i relativi motivi*"¹⁹.

La Commissione europea si è occupata del tema del *comply or explain*, sia precedentemente che successivamente alla Direttiva 46/2006/CE: nella Raccomandazione del 2005 "*Sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi*"²⁰ aveva già segnalato il duplice vantaggio dell'adozione del *comply or explain*, che consente all'impresa di "*tener conto di requisiti specifici per il settore e (...) al mercato di valutare le spiegazioni e le giustificazioni fornite*". Anche nel Libro Verde sulla *corporate governance* del 2011²¹ la Commissione europea è tornata sul tema, dedicando ad

15 Sul punto si rinvia all'articolata argomentazione di P. Schlesinger, *Il codice di autodisciplina per le società quotate*, in *Corr. Giur.*, 12, 1999, 1455 ss., ove viene affermato, con riferimento alla scelta dello strumento auto regolativo per la disciplina della *corporate governance* che "*appare preferibile un sistema di regole non eccessivamente rigido, dotato di adeguata flessibilità, che lasci pertanto alle singole imprese margini apprezzabili di scelta in ordine a concreti problemi che possono profilarsi nel governo dell'azienda*".

16 N. Haskovec, *Codes of Corporate Governance*, Working Paper, Millstein Center for Corporate Governance and Performance, giugno 2012, 6.

17 Direttiva 2006/46/CE, "*Modifica delle direttive (...) relative rispettivamente ai conti annuali di taluni tipi di società, consolidati, annuali e consolidati delle banche, degli altri istituti finanziari e delle imprese di assicurazione*".

18 Vd. art. 46 bis, co. 1, lett. a) della Direttiva 78/660/CEE relativa ai "*Conti annuali di taluni tipi di società*", introdotto dall'art. 1, punto 7, lett. a) della citata Direttiva 46/2006/CE, cit., *supra*, nota 17.

19 Vd. art. 46 bis, co. 1, lett. b) della Direttiva 78/660/CEE relativa ai "*Conti annuali di taluni tipi di società*", introdotto dall'art. 1, punto 7, lett. b) della citata Direttiva 46/2006/CE, cit., *supra*, nota 17.

20 Raccomandazione della Commissione europea "*Sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza*", cit., *supra*, nota 5.

21 Libro Verde della Commissione europea, "*Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*", cit., *supra*, nota 6.

alcune criticità del funzionamento del *comply or explain* un intero capitolo del documento. Infine, la Commissione europea ha affrontato nuovamente il tema nel recente Piano di Azione pubblicato nel dicembre 2012²² (vd. *infra*, par. 1 della Parte terza).

Il principio del *comply or explain* si basa sul presupposto che dalla trasparenza in merito alle scelte di governo societario possa derivare una migliore valutazione da parte del mercato della *governance* adottata dalla società ed, eventualmente, anche una "sanzione di mercato", ossia una sanzione di tipo reputazionale che consegue ad una valutazione negativa che il mercato compie in relazione ai comportamenti tenuti dagli emittenti (con riflessi sul *pricing* dei loro titoli). Proprio in ragione del fatto che l'implementazione del Codice è volontaria e basata su autodichiarazioni circa l'adesione, le valutazioni del mercato rispetto a tale autodichiarazione rappresentano lo strumento principale di *enforcement* del Codice²³.

Oggi, in Italia, ai sensi del citato Principio guida III del Codice di autodisciplina nonché dell'art. 123 *bis* co. 2, lett a) del TUF e dell'art. 89 *bis* del Regolamento Emittenti della Consob²⁴ (su cui *infra*), le società quotate italiane sono tenute a rendere pubblica la scelta di aderire o meno a Codici di comportamento in materia di governo societario e, in caso di adesione, a fornire informazioni al mercato con riferimento alle condotte effettivamente applicate tra quelle raccomandate dal Codice (*compliance*), motivando, contestualmente, la scelta di discostarsi da una o più *best practice* (*explain*).

Per quanto riguarda il Codice di autodisciplina del 2011, l'obbligo è affermato, come accennato, dal Principio guida III, il quale stabilisce che ogni emittente che aderisce al Codice "fornisce nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari informazioni accurate e di agevole comprensione, se pur concise, sui comportamenti attraverso i quali le singole raccomandazioni contenute nei principi e nei criteri applicativi sono state concretamente applicate nel periodo cui si riferisce la relazione. Qualora l'emittente non abbia fatto proprie, in tutto o in parte, una o più raccomanda-

22 Comunicazione della Commissione europea al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale e al Comitato delle Regioni, n. COM (2012) 740: *Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*.

23 E. Wymeersch, *Enforcement of Corporate Governance Codes*, in *European Corporate Governance Institute* (EGCI) Working Paper n. 46, 2005, 2, con riferimento ai codici di *corporate governance* esistenti in Europa e ai diversi strumenti di *enforcement* apprestati, ha operato la seguente tripartizione: "In several European jurisdictions, the codes have the status of mere recommendations, drawn up by professional associations, by academics, most of the time without the explicit support of the public authorities. One could identify these codes as self regulatory: implementation of the code is voluntary and based on self proclamation while its enforcement is based on the assessment by market forces. In some cases, enforcement may be based on the rules of an association supporting the code, or other similar instruments, e.g. contractual ones. In other states the code will be close to the functioning of the stock exchange as it has a primary interest in presenting listed companies as adhering to 'good' governance. Here the code may take the form of a stock exchange recommendation, or is part of the listing agreement, or may even be formulated as a listing condition. Except in the first case, the idea of self regulation does not really apply. A third group relates to codes drawn up by a private body, but with the support of the public authorities. In at least two cases the law - i.e. the companies act - has made explicit reference to the code, hence attaching express legal consequences to the code, or even to its provisions. In the Netherlands and Germany the code has been enshrined in the companies act. Numerous legal writers have attempted to identify the consequences of this hybrid of public and private law: the notion of self regulation would probably not apply, although the text has been formulated in a wording that would be acceptable for a legal text. The debate in these states has focused on the remedies and sanctions for enforcing the code".

24 Regolamento adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive integrazioni e modifiche.

zioni, fornisce adeguate informazioni in merito ai motivi della mancata o parziale applicazione".

In realtà il principio del *comply or explain* ha vissuto un lungo percorso evolutivo nel nostro ordinamento: inizialmente, infatti, era contenuto nel solo Codice di autodisciplina; è stato, poi, inserito nelle Istruzioni al Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana; infine, ha fatto ingresso nel Testo Unico della Finanza, inizialmente per effetto delle modifiche introdotte con la Legge sul risparmio (legge 262/2005) e poi per effetto del recepimento della citata Direttiva 46/2006/CE.

Nel 2000, Borsa Italiana aveva inserito un riferimento al *comply or explain* nelle Istruzioni al Regolamento dei Mercati; in particolare aveva previsto che le società quotate fossero tenute alla redazione di una "relazione annuale sul sistema di corporate governance" seguendo il modello del "rispetta o spiega"²⁵.

In tal modo, in capo agli emittenti quotati sul mercato gestito da Borsa Italiana s.p.a. gravava un obbligo giuridico di natura contrattuale che aveva come contenuto l'informativa al mercato in merito alle scelte di governo societario effettuate e la *compliance* alle singole raccomandazioni del Codice²⁶. Tale obbligo, di natura privatistica derivava dal rapporto contrattuale che legava ciascun emittente a Borsa Italiana e rendeva vincolanti, nei suoi confronti, le Istruzioni al Regolamento Mercati²⁷.

Può dirsi, pertanto, che l'inclusione del *comply or explain* nelle Istruzioni di Borsa Italiana ha segnato la prima emersione del Codice a livello ordinamentale, ovvero la prima volta in cui esso, in qualche modo, è entrato "dentro l'ordinamento statale"²⁸.

Con la Legge sul risparmio del 2005 il riferimento all'adesione ai "codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria" (tra i quali rientra il Codice di autodisciplina in esame) ha fatto, poi, il suo ingresso nella normativa primaria.

25 Borsa Italiana s.p.a. nel 2000 aveva introdotto tale obbligo all'interno delle citate Istruzioni (Sez. IA 2.13) dando seguito ad un auspicio formulato dal Comitato redattore nello stesso Rapporto sulla CG, dove al punto 6 il "Comitato invita la Borsa Italiana s.p.a. a prendere atto dell'esistenza del Codice, prevedendo, con modalità da concordare con il Comitato stesso, che le società con azioni quotate nei mercati da essa gestiti diano informativa del modello organizzativo scelto da ciascuna di esse, precisando, se ed eventualmente in quale misura, hanno adottato il Codice".

26 M. Maugeri, *Regole autodisciplinari e governo societario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1, 2002, 88 ss., afferma che si era giunti ad una "forma di vincolatività per gli emittenti, che non attiene al piano dell'adozione del Codice, rimessa, si è detto, alla libera determinazione del consiglio di amministrazione (...) [ma] investe, invece, il momento della trasparenza nei confronti del mercato in ordine al modello di governo societario prescelto".

27 Sulla natura negoziale riconosciuta al Regolamento della società di gestione del mercato borsistico vd. per tutti F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2003, 248.

28 N. Irti, *Due temi di governo societario (responsabilità "amministrativa" - codici di autodisciplina)* in *Giur. Comm.*, 2003, 6, 693 ss., afferma come sia necessario "trovare l'aggancio con il diritto statale: chiamo «aggancio» il percorso che il singolo codice fa per entrare dentro l'ordinamento statale. Mi pare che il percorso sia da ricostruire secondo diverse tappe: l'art. 62 del d.lgs. 58/98 autorizza la società di gestione del mercato ad emanare regolamenti, i quali hanno, fra altri il compito di «determinare le condizioni e le modalità di ammissione, di esclusione e di sospensione degli operatori». Orbene, la società di gestione Borsa Italiana, esercitando i poteri normativi ad essa conferiti dall'art. 62 ha diramato l'Istruzione".

La citata legge ha aggiunto una nuova previsione all'elenco dei doveri del Collegio sindacale di società quotate, imponendo ai sindaci la vigilanza "sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste dai codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi" (art. 149, co. 1, lett. c *bis* del TUF)²⁹, e ha introdotto nel Capo II del Titolo III del TUF (dedicato alla disciplina delle società con azioni quotate) un'apposita Sezione, la I *bis*, dedicata proprio alle "Informazioni sull'adesione a codici di comportamento"³⁰.

In tale Sezione erano contenute norme che avevano inizialmente attribuito alla Consob una specifica funzione di vigilanza sulla veridicità dell'informativa in materia di adesione ai codici (art. 124 *ter* TUF)³¹, unitamente ad un potere sanzionatorio esercitabile nei confronti delle società quotate che avessero fornito informazioni false al mercato (art. 192 *bis* TUF)³², e la competenza a decidere i termini e le modalità di esercizio dell'obbligo di diffondere tali informazioni (art. 124 *bis* TUF)³³.

Su tale disciplina sono poi intervenuti, prima, il decreto correttivo della riforma societaria³⁴ e, poi, il d.lgs. 173/2008 di recepimento della citata Direttiva 2006/46/CE³⁵, anche alla luce dei dubbi sollevati dalle citate norme sull'attribuzione alla Consob di compiti di verifica delle veridicità dell'informativa sull'adesione ai Codici³⁶.

29 D. Caterino, *Autodisciplina societaria e doveri del Collegio sindacale nella Legge sul risparmio*, op. cit., 473 ss., afferma che "il senso autentico del nuovo testo della nuova lett. c *bis* dell'art. 149, co. 1, TUF (...) può a mio avviso cogliersi pienamente solo leggendo la disposizione in stretta correlazione con la disciplina degli artt. 124 *bis* e 124 *ter* TUF, e soprattutto alla luce delle evoluzioni che hanno interessato quest'ultima norma".

30 Si noti come sia la definizione di codice utilizzata fosse del tutto generica ("codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria") senza riferimento alla materia specifica del governo societario. Sulla scorta di una disposizione introdotta dalla Consob nel Regolamento Emittenti (art. 65, co. 3 *bis*) approvata con la delibera 3 maggio del 2007 n. 15915, si era specificata la nozione di "codice rilevante" ovvero il codice di autodisciplina in materia di governo societario, identificando *ratione materiae* e in base al soggetto redattore il codice cui le norme si riferivano. Tale specificazione è stata poi fatta propria nelle norme di recepimento della citata Direttiva 2006/46/CE nel 2008 (cfr. oltre nel testo).

31 L'art. 124 *ter*, successivamente modificato, sottoponeva alla vigilanza della Consob la "veridicità delle informazioni riguardanti l'adempimento degli impegni assunti, diffuse dai soggetti".

32 L'art. 192 *bis*, successivamente modificato, prevedeva il reato di false informazioni circa l'applicazione delle regole previste nei codici di comportamento, proprio delle figure apicali (amministratori, componenti degli organi di controllo e direttori generali) e punito con sanzione amministrativa pecuniaria da dieci a trecentomila euro.

33 L'art. 124 *bis*, successivamente abrogato, rubricato "Obblighi di informazione relativi ai codici di comportamento", prevedeva che gli emittenti diffondessero "annualmente, nei termini e con le modalità stabiliti dalla Consob, informazioni sull'adesione a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori e sull'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, motivando le ragioni dell'eventuale inadempimento".

34 Tale decreto, il d.lgs. n. 303/2006, cit., *supra*, nota 16, aveva modificato la rubrica dell'articolo 124-*ter* del TUF, da "Vigilanza sull'informazione relativa ai codici di comportamento" a mera "Informazione" sulla materia, eliminando, anche nella disposizione ogni riferimento alla vigilanza della Consob sulla veridicità delle informazioni e al potere di irrogare sanzioni.

35 D.lgs. 3 novembre 2008, n. 173 di "Attuazione della Direttiva 2006/46/CE relativa ai conti annuali di taluni tipi di società (...)".

36 Sull'opportunità o meno di tale disposizione, le opinioni dottrinali erano varie: tra le posizioni scettiche vd. G. Rossi, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Rivista delle società*, I, 2006, 3, per il quale un controllo effettivo sulle informazioni comunicate sarebbe stato troppo gravoso e oggettivamente complesso, aprendo, peraltro, il problema dell'eventuale danno ai consumatori dalla conseguente alla non corretta applicazione del Codice "vigilato" dalla Consob e dei conseguenti profili risarcitori; con diverse argomentazioni anche P. Troiano,

A seguito di tali interventi normativi, i riferimenti all'informativa in materia di adesione al Codice di autodisciplina sono attualmente contenuti, oltre che nel citato art. 149, co. 1, lett. c *bis* del TUF, nell'art. 123 *bis*, co. 2, lett. a), nell'art. 124 *ter* e nell'art. 192 *bis*.

L'art. 123 *bis* del TUF stabilisce che ciascun emittente debba pubblicare annualmente una "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari", quale sezione specifica della "Relazione annuale sulla gestione" o, in alternativa, quale atto distinto da pubblicarsi, comunque, contestualmente alla Relazione annuale sulla gestione (art. 123 *bis*, co. 3 TUF).

L'introduzione dell'art. 123 *bis* del TUF si deve, inizialmente, al d.lgs. 19 novembre 2007 n. 229, di "Attuazione della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto", che aveva imposto alle società quotate di inserire nella relazione sulla gestione una serie di informazioni sugli assetti proprietari. Successivamente, il citato d.lgs. 173/2008, dando attuazione a quanto previsto dalla Direttiva 2006/46/CE, ha previsto la creazione di un'apposita sezione della relazione sulla gestione specificamente dedicata al tema degli assetti proprietari e del governo societario denominata "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari" (nella prassi nota anche come Relazione di *governance*).

Tra le altre cose, questa Relazione deve contenere, ai sensi del comma 2, lett. a) dello stesso art. 123 *bis*, informazioni riguardanti l'adesione ad un codice di comportamento in materia di governo societario, "motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni", così recependo il principio del *comply or explain*, principio guida contenuto anche nello stesso Codice di autodisciplina in esame. Tale obbligo è stato ripreso e dettagliato anche nel Regolamento Emittenti Consob³⁷, che stabilisce, nell'art. 89 *bis* che "gli emittenti valori mobiliari che non hanno aderito o che intendono non proseguire nell'adesione a codici di comportamento ne danno notizia nella sezione della relazione sulla gestione indicata nell'articolo 123-bis, comma 1, del Testo unico [della Finanza], ovvero in una relazione distinta approvata dall'organo di amministrazione e pubblicata congiuntamente alla relazione sulla gestione o mediante un riferimento nella relazione sulla gestione indicante dove tale documento sia disponibile al pubblico nel sito internet della società".

Per le società quotate esiste, quindi, un obbligo normativo che deriva direttamente da una disposizione di rango primario (e non più semplicemente dal rapporto privatistico intercorrente tra l'emittente e Borsa Italiana s.p.a.)³⁸ in merito

Informazioni sull'adesione a codici di comportamento: la disciplina attuativa, in *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, (a cura di) De Luca e Martorano, Giuffrè, Milano, 2008, 119, per il quale il controllo sulla veridicità delle comunicazioni avrebbe potuto comportare il rischio di sfociare in un sindacato di merito; favorevole alle innovazioni, P. Abbadessa, *Nuove regole di governance nel progetto di legge sulla tutela del risparmio*, in *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Atti del Convegno, Napoli, 27-28 maggio 2005, Giuffrè, Milano, 2006, 60.

37 L'art. 89 *bis* è stato inserito nel Regolamento Emittenti con Delibera n. 15915 del 03.05.2007 e poi sostituito con Delibera n. 16850 del 01.04.2009 e con Delibera n.18079 del 20.01.2012.

38 M. Baglioni e C. Presciani, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, op. cit., 919.

all'informativa sull'adesione al Codice di autodisciplina in esame (o più correttamente, in generale, ad un codice di autodisciplina in materia di governo societario) e sul rispetto delle singole raccomandazioni, da effettuarsi mediante il meccanismo del *comply or explain*.

L'art. 123 *bis*, co. 2, lett. a) del TUF, infine, oltre alla *disclosure* in merito all'adesione ad un codice e al *comply or explain*, richiede che nella Relazione sul governo societario siano rese pubbliche anche le "*pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società, al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative e regolamentari*", a garanzia della trasparenza più completa nei confronti del mercato. Nella stessa ottica, stabilisce anche che le società debbano indicare, sempre nella citata Relazione, come poter accedere al testo del codice di comportamento cui dichiara di aderire.

L'art. 124 *ter* del TUF, invece, attribuisce alla Consob il potere di stabilire le forme di pubblicità cui sottoporre l'informazione sull'adesione ai codici di comportamento (sono, pertanto, stati eliminati i riferimenti alla vigilanza sulla veridicità delle informazioni fornite al mercato da parte delle società quotate).

L'attuale art. 192 *bis* del TUF rubricato "*Informazioni sul governo societario*" prevede, infine, il potere della Consob di comminare una sanzione amministrativa pecuniaria alle società quotate che omettano di fornire al mercato le informazioni prescritte dall'art. 123 *bis*, co. 2, lett. a) del TUF, in merito all'adesione ad un codice di comportamento in materia di governo societario, al rispetto delle raccomandazioni in esso contenute e alle pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi normativi o regolamentari (così eliminando ogni riferimento all'elemento della falsità delle informazioni previsto dalla disciplina precedente)³⁹.

Sia l'introduzione dell'obbligo del *comply or explain* all'interno della normativa primaria, sia il potere della Consob di sanzionare le società quotate in caso di omissione della informativa sulla *compliance* in materia, costituiscono una conferma del fatto che tale atto debba essere collocato all'interno della "*sfera del giuridicamente rilevante*"⁴⁰. A tale proposito, alcuni studiosi, in virtù di quanto emerge dalla lettura combinata del Codice di autodisciplina in esame, del TUF e del Regolamento Emittenti della Consob, affermano che si è creata una situazione peculiare, riassumibile nell'ossimoro di "*autoregolamentazione regolata*"⁴¹.

39 Tale sanzione amministrativa pecuniaria va da un minimo di 10.000€ a un massimo di 300.000€ è previsto, inoltre, che il provvedimento sanzionatorio sia pubblicato, a spesa dell'emittente, su almeno due quotidiani, di cui uno economico, aventi diffusione nazionale.

40 Che la recezione a livello di normativa primaria "*costituisce l'ultima tappa di un processo di progressiva attrazione dei codici di corporate governance nella sfera del giuridicamente rilevante*", è affermato da F. La Manno, Commento all'art. 124 *ter*, in Il Testo Unico della Finanza, M. Fratini e G. Gasparri (a cura di), Torino, Utet, 2012, II, 1725.

41 Così A. Nisco, *False comunicazioni circa l'applicazione delle regole previste nei codici di comportamento delle società quotate*, in *Le nuove regole del mercato finanziario: la legge 28 dicembre 2005, n. 262. Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, (diretto da) F. Galgano e F. Roversi Monaco, Cedam, Padova, 2009, 693.

2 Il Codice di autodisciplina del 1999 e le novelle del 2002 e del 2006

Un numero rilevante di *best practice* contenute nel Codice di autodisciplina del 1999 riguardava il Consiglio di amministrazione: basti pensare che dei 13 articoli di cui era composto, ben 7 erano dedicati a tale organo e, in particolare, alla definizione del suo ruolo e alla sua composizione.

In questi articoli videro la luce due importanti innovazioni per il nostro ordinamento: la figura degli amministratori indipendenti, recepita successivamente dalla legislazione primaria (vd. *infra* par. 3 della Parte seconda) e l'istituzione di Comitati endo-consiliari che, sulla scorta dell'esperienza dei *committees* anglosassoni⁴², sono chiamati a svolgere importanti funzioni in materie particolarmente delicate, quali le nomine, la remunerazione degli amministratori e (facoltativamente) il controllo interno (vd. *infra* par. 4 della Parte seconda).

Il fatto che il Codice di autodisciplina abbia dedicato un'attenzione così forte al CdA si può spiegare agevolmente constatando che per quest'organo, il TUF, diversamente da quanto previsto per il Collegio sindacale, non aveva dettato alcuna disciplina specifica, dal momento che la delega per la sua emanazione non aveva attribuito al Governo la competenza ad intervenire sulla specifica materia⁴³.

Le altre *best practice* riguardavano l'assemblea dei soci, la figura dei sindaci e i rapporti con gli investitori istituzionali e gli altri soci⁴⁴.

42 F. Mazzini, *Il Codice italiano di autodisciplina delle società quotate: prime osservazioni*, op. cit., 22, il quale sottolinea come "l'esperienza dei *committees* nasce e si sviluppa in connessione con il funzionamento, tipico dell'esperienza anglosassone, delle public companies, nelle quali la larga diffusione dell'azionariato determina una netta separazione fra quest'ultimo e il management, dando luogo a problemi di agency che, invece, in presenza di un ristretto azionariato di controllo sono di minore rilevanza (...). Resta il fatto, comunque, che i codici europei di autodisciplina (Francia e Spagna) che hanno una realtà societaria più simile alla nostra, conoscono, disciplinano e raccomandano l'istituzione di comitati, composti da amministratori non esecutivi ed in maggioranza indipendenti, la cui funzione è quella di monitorare questioni di specifico interesse della minoranza e del mercato, quali i sistemi di controllo interno, la remunerazione degli amministratori e dell'alta direzione, la completezza dell'informazione etc."

43 La delega era contenuta nell'art. 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (Legge comunitaria del 1994) ai sensi del quale: "in sede di riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi potrà essere altresì modificata la disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza"; con riferimento all'ampiezza della delega R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2010, 303, sottolinea come "questa indicazione delle materie ricomprese nella delega impediva, da un lato, di prendere in esame momenti della disciplina diversi da quelli elencati (e in primo luogo la disciplina del consiglio di amministrazione) e, dall'altro di cancellare dal nostro ordinamento istituti che il Legislatore intendeva ridisciplinare (ed il riferimento evidente è al collegio sindacale che, ad avviso di alcuni, doveva essere eliminato)"; sullo stesso tema si veda anche *ibidem*, 365, dove l'autore afferma che "naturalmente molte norme del Testo Unico coinvolgevano gli amministratori, imponendo doveri ignoti agli amministratori delle società non quotate (ad es: in termini di informazione al mercato e alla Consob o al collegio sindacale). Ma si trattava di norme che non incidevano, se non indirettamente, sull'organizzazione dell'organo amministrativo".

44 Le rubriche degli articoli erano le seguenti: (1.) Ruolo del Consiglio di amministrazione; (2.) Composizione del Consiglio di amministrazione; (3.) Amministratori indipendenti; (4.) Presidente del Consiglio di amministrazione; (5.) Informazioni al Consiglio di amministrazione; (6.) Trattamento delle informazioni riservate; (7.) Nomina degli amministratori; (8.) Remunerazione degli amministratori; (9.) Controllo interno; (10.) Comitato per il controllo interno; (11.) Rapporti con gli investitori istituzionali e con gli altri soci; (12.) Assemblee; (13.) Sindaci.

La particolarità della struttura del Codice del 1999 era rappresentata dal fatto che ogni raccomandazione era seguita immediatamente da un "commento" (riconoscibile perché scritto in maniera diversa, in corsivo, e non facente parte della numerazione dell'articolato) nel quale il Comitato sottolineava alcune questioni ritenute centrali o auspicava la realizzazione di un dato comportamento da parte dell'emittente, ovvero forniva una propria interpretazione e spiegazione delle raccomandazioni.

Nel luglio 2002 una delle modifiche più rilevanti è stata l'aggiunta al Codice di articolo dedicato alle operazioni con parti correlate, ossia quelle in cui gli amministratori "*hanno un interesse, anche potenziale o indiretto*" (art. 11). Come sarà meglio illustrato nella Parte seconda, la novella del 2011 ha abrogato l'intero articolo in materia operazioni con parti correlate, a seguito dell'emanazione del Regolamento Consob in materia, nel 2010⁴⁵.

Con la revisione operata nel 2006 il Codice è stato incisivamente modificato, sia sotto il profilo strutturale che sostanziale.

Sotto il primo profilo, esso ha assunto la struttura peculiare che conserva anche nell'edizione del 2011, ovvero la ripartizione di ciascun articolo in 3 sezioni: principi, criteri applicativi e commenti (come sarà meglio illustrato al par. 1 della Parte seconda).

Anche sotto il profilo contenutistico le novità sono state rilevanti.

Da un lato, infatti, tale revisione del Codice è stata avviata dopo un periodo di importanti modifiche dell'ordinamento interno (basti pensare alla Riforma del diritto societario del 2003 e alla Legge sulla tutela del risparmio del 2005 che hanno apportato significative innovazioni nel Codice civile e nel TUF), dall'altro essa è stata conseguenza, anche, della "*crescente consapevolezza, da parte degli attori del mercato, delle proprie responsabilità nei confronti degli investitori, del sistema Italia, degli operatori internazionali*"⁴⁶, complici anche i rilevanti scandali finanziari dell'epoca (Cirio e Parmalat, tra tutti).

Da un punto di vista contenutistico, una modifica rilevante ha riguardato il tema degli azionisti. Mentre nel Codice del 2002 le raccomandazioni in materia di facilitazione della partecipazione degli azionisti alle assemblee e di comunicazione delle informazioni rilevanti erano contenute in un articolo dedicato alle "*assemblee*" (art. 13 del Codice del 2002), la novella del 2006, da un lato, ha abrogato tale articolo e, dall'altro, è intervenuta su quello che disciplinava i "*Rapporti con investitori istituzionali e con gli altri soci*" (art. 11), modificandone la rubrica in "*Rapporti con gli azionisti*"⁴⁷ e introducendo al suo interno i contenuti prima previsti nelle raccomandazioni in materia assembleare.

45 Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010.

46 In questi termini si esprimeva il Comitato per la CG nella premessa al Codice del 2006.

47 Tale articolo ha sostituito, anche nella rubricazione, quello precedente: "*Rapporti con gli investitori istituzionali e con gli altri soci*".

Tale novella appariva coerente con una delle necessità che la legge delega per la riforma del diritto societario aveva evidenziato, ovvero quella di semplificare e lasciare, per quanto possibile, all'autonomia privata la definizione degli adempimenti concernenti la partecipazione alle assemblee⁴⁸.

Al medesimo intervento riformatore, che ha introdotto nel nostro ordinamento i modelli di amministrazione e controllo alternativi rispetto a quello tradizionale (monistico e dualistico) si deve, anche, la nuova raccomandazione sul tema aggiunta al Codice nel 2006 (Art. 12 – "*Sistemi di amministrazione e controllo dualistico e monistico*")⁴⁹.

3 L'intervento riformatore del 2010 in materia di remunerazione degli amministratori

L'intervento riformatore del 2010, diversamente dai due precedenti del 2002 e del 2006, non ha avuto portata generale; esso è intervenuto sul solo articolo del Codice che disciplinava la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche (art. 7 nella versione 2010 del Codice e art. 6 nell'edizione del 2011), perseguendo la finalità di adeguarne i contenuti a quanto previsto nella Raccomandazione della Commissione europea sul tema pubblicata nel 2009⁵⁰. L'obiettivo che aveva spinto la Commissione ad emanare tale Raccomandazione era quello di far sì che gli Stati membri garantissero maggiormente "*la trasparenza delle politiche retributive e il controllo da parte degli azionisti di tali politiche e delle singole remunerazioni*"⁵¹.

In linea con quanto previsto dalla Raccomandazione europea, le *best practice* introdotte dalla novella del 2010 (e, solo parzialmente, del 2011) hanno riguardato:

- a. l'introduzione di una netta distinzione tra le remunerazioni degli amministratori esecutivi (e dei dirigenti con responsabilità strategiche) e quelle degli amministratori non esecutivi;
- b. la individuazione di condizioni per la corresponsione di retribuzioni formate da partecipazioni agli utili nei confronti degli amministratori (c.d. *stock option*);

48 Vd. art. 4, co. 7, legge 3 ottobre 2001, n. 366 recante "*Delega al Governo per la riforma del diritto societario*" che tra le finalità reca quella di "*semplificare, anche con adeguato spazio all'autonomia statutaria, il procedimento assembleare anche relativamente alle forme di pubblicità e di controllo, agli adempimenti per la partecipazione e alle modalità di discussione e di voto*".

49 Il Codice del 2006 risultava, in tal modo, composto da 12 articoli rubricati nel modo seguente: (1.) Ruolo del Consiglio di amministrazione; (2.) Composizione del Consiglio di amministrazione; (3.) Amministratori indipendenti; (4.) Trattamento delle informazioni societarie; (5.) Istituzione e funzionamento dei comitati interni al Consiglio di amministrazione; (6.) Nomina degli amministratori; (7.) Remunerazione degli amministratori; (8.) Sistema di controllo interno; (9.) Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate; (10.) Sindaci; (11.) Rapporti con gli azionisti; (12.) Sistemi di amministrazione e controllo dualistico e monistico.

50 Raccomandazione 2009/385/CE, in materia di "*Remunerazione degli amministratori delle società quotate*", cit. *supra*, nota 4.

51 Considerando n. 1 della Raccomandazione 2009/385/CE in materia di "*Remunerazione degli amministratori delle società quotate*", cit. *supra*, nota 4.

- c. il contenimento dell'indennità dovuta all'amministratore per la cessazione anticipata del rapporto di amministrazione o per il mancato rinnovo (c.d. *paracadute d'oro*);
- d. la definizione delle funzioni svolte dal Comitato per la remunerazione;
- e. la composizione del Comitato per la remunerazione e le garanzie volte ad ottenere una maggiore correttezza delle decisioni (si noti che sul tema della composizione è intervenuta, successivamente, anche la novella del 2011 integrando il disposto dell'art. 6).

a. Caratteristica essenziale della nuova disciplina dettata dal Codice in materia di remunerazione è la distinzione – anche da un punto di vista strutturale – tra le remunerazioni degli amministratori esecutivi (cui sono equiparati i dirigenti con responsabilità strategiche) e quelle degli amministratori non esecutivi.

La remunerazione degli amministratori esecutivi, soggetti cui è attribuita la responsabilità strategica dell'impresa, è stata strutturata in una parte fissa e in una variabile, quest'ultima legata al raggiungimento di "*obiettivi di performance*", anche non finanziari, predeterminati e misurabili, all'interno di un *range* massimo preventivamente stabilito (6.C.1.d)⁵², secondo quanto previsto dalla Raccomandazione della Commissione europea⁵³.

L'intera disciplina della remunerazione degli amministratori esecutivi si è incentrata, a ben vedere, sul corretto temperamento tra l'esigenza di assicurare una remunerazione proporzionata a tale ruolo (nonché capace di attrarli, trattenerli e motivarli)⁵⁴ e quella di garantire che l'obiettivo prioritario perseguito dalla società rimanesse sempre "*la creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo*" (6.P.2).

Diversamente, per gli amministratori non esecutivi – i quali non detengono deleghe di gestione e siedono nel CdA al fine di apportarvi competenze diverse – la

52 Per semplicità espositiva, di seguito verranno citati i riferimenti agli articoli del Codice in materia di remunerazione come rubricati nella nuova edizione del 2011. Sul significato preciso delle modalità di citazione degli articoli del Codice nell'edizione del 2011 si veda il par. 1 della Parte seconda.

53 Vd. Art. 3 della Raccomandazione 2009/385/CE su "*La remunerazione degli amministratori delle società quotate*", cit. supra nota 4, rubricato "*Struttura della politica in materia di remunerazioni degli amministratori*" che recita: "(3.1) Se la politica di remunerazione prevede componenti variabili della remunerazione, le società dovrebbero stabilire dei limiti per tali componenti variabili. La componente non variabile della remunerazione dovrebbe permettere alla società di trattenerne le componenti variabili della remunerazione in caso non siano soddisfatti i criteri relativi ai risultati. (3.2) La concessione di componenti variabili della remunerazione dovrebbe essere subordinata a criteri predeterminati e misurabili concernenti i risultati. I criteri in materia di risultati devono promuovere la sostenibilità a lungo termine della società e includere criteri non finanziari che siano pertinenti per il valore aggiunto a lungo termine della società, come il rispetto delle norme e delle procedure in vigore. (3.3) Se viene assegnata una componente variabile della retribuzione, il pagamento di una quota rilevante di tale componente variabile dovrebbe essere dilazionato di un periodo minimo. La quota della componente variabile cui si applica tale dilazione dovrebbe essere determinata in funzione dell'importanza relativa della componente variabile rispetto alla componente non variabile della remunerazione. (3.4) Le intese contrattuali con gli amministratori aventi incarichi esecutivi o poteri di gestione dovrebbero includere clausole che consentano alla società di chiedere la restituzione di componenti variabili della remunerazione versate sulla base di dati che in seguito sono risultati manifestamente errati".

54 Vd. 6.P.1: "*La remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche è stabilita in misura sufficiente ad attrarre, trattenerne e motivare persone dotate delle qualità professionali richieste per gestire con successo l'emittente*".

scelta del Codice è stata quella di collegarne la remunerazione all'impegno che il ruolo richiede loro, anche considerando le spiccate professionalità richieste (6.P.2)⁵⁵.

b. La riforma del Codice del 2010 ha, in qualche modo, voluto integrare il disposto dell'art. 2389, co. 2, c.c., che stabilisce che le retribuzioni dovute a tali soggetti possono essere formate anche da partecipazioni agli utili (c.d. *stock option*). Tale possibilità genera il potenziale rischio che gli amministratori possano essere indotti a privilegiare una strategia di massimizzazione a breve termine del valore delle azioni, a discapito dell'obiettivo prioritario di creare valore per gli azionisti in un'ottica di lungo periodo.

Per tale motivo, il Codice di autodisciplina, pur lasciando liberi gli amministratori degli emittenti (salvo diversa decisione motivata dell'Assemblea) di predisporre piani di remunerazione basati su azioni, ovvero premi commisurati all'andamento dei titoli dell'emittente (6.C.2), ha raccomandato (sempre in linea con la citata Raccomandazione della Commissione europea 2009/385/CE su "*La remunerazione degli amministratori delle società quotate*") l'adozione di una serie di accorgimenti in grado di ridurre il rischio di conflitti di interessi, allineando l'interesse degli amministratori alla remunerazione all'obiettivo della creazione di valore a lungo termine per gli azionisti⁵⁶.

In particolare, il Codice ha posto due tipologie di condizioni al fine di arginare il rischio che gli amministratori possano tentare di incrementare il valore delle azioni nel breve termine per giovare nel calcolo dei premi ad esso collegati: da un lato, prevedendo che il periodo in cui le opzioni sulle azioni diventano esercitabili (c.d. *vesting period*) deve essere pari almeno a tre anni; dall'altro, richiedendo che una parte delle azioni siano conservate sino alla fine del mandato. Infine, ha previsto che l'esercizio dei diritti di opzione debba essere collegato ad obiettivi di *performance*, preventivamente determinati.

c. La novella del 2010 in materia di remunerazione è intervenuta, altresì, su un tema particolarmente dibattuto a livello domestico e internazionale: il c.d. "paracadute

55 Lo stesso principio prevede che nella misurazione di tale impegno sia presa in considerazione anche la loro partecipazione ai Comitati endo-consiliari. Il criterio applicativo n. 4, inoltre, specifica come la loro remunerazione non deve essere - se non per una parte non significativa - legata ai risultati economici conseguiti dall'emittente (6.C.4).

56 I contenuti della novella del 2010 in materia di piani di remunerazione si rifanno, in particolare, all'art. 4 della Raccomandazione 2009/385/CE, riguardante "*La remunerazione degli amministratori delle società quotate*" cit. *supra*, nota 4, secondo cui: "(4.1) Le azioni non dovrebbero essere acquisite prima che siano trascorsi almeno tre anni dalla data di concessione. L'esercizio delle opzioni su azioni o di altri diritti di acquisto di azioni o di remunerazione in base alle variazioni di prezzo delle azioni, non dovrebbe aver luogo prima che siano trascorsi almeno tre anni dalla data di concessione. (4.2) Il conferimento di azioni e il diritto di esercitare le opzioni su azioni o eventuali altri diritti di acquisto di azioni o di remunerazione in base alle variazioni di prezzo delle azioni, dovrebbero essere subordinati a criteri predeterminati e misurabili per quanto concerne i risultati. (4.3) Dopo l'acquisizione, gli amministratori dovrebbero conservare un certo numero di azioni fino alla fine del loro mandato, subordinate alla necessità di finanziare eventuali costi collegati all'acquisizione delle azioni. Sarebbe opportuno stabilire il numero di azioni da conservare, ad esempio pari al doppio del valore della retribuzione annua complessiva (somma della parte non variabile e delle componenti variabili). (4.4) La remunerazione degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza non dovrebbe includere opzioni su azioni".

d'oro", locuzione con cui si fa riferimento all'indennità dovuta all'amministratore per la cessazione anticipata del rapporto di amministrazione o per il mancato rinnovo.

Tali clausole possono garantire ai *manager* apicali indennità ingenti, non collegate in alcun modo ai risultati effettivi conseguiti o ai progressi a lungo termine per la società.

Sul punto è intervenuta con forza la Commissione europea nell'intento di porre un freno efficace a tale prassi, sia sotto il profilo del diritto alla relativa corresponsione (attraverso la considerazione per cui tale indennità non debba essere corrisposta nei casi in cui i risultati conseguiti siano inadeguati) sia sotto il profilo della quantificazione della stessa, raccomandandone la previa determinazione di un importo massimo⁵⁷.

La riforma del Codice di autodisciplina del 2010, sulla scia di tali posizioni, ha fissato un tetto al "paracadute" (pari a una cifra predeterminata o al totale di un certo numero di anni di remunerazioni) e ha stabilito che l'indennità non sia dovuta nel caso in cui la cessazione del rapporto sia causata dal raggiungimento di risultati "obiettivamente inadeguati" (6.C.1.f).

d. Infine la novella del Codice di autodisciplina del 2010 è intervenuta sulle funzioni svolte dal "Comitato per le remunerazioni". Si noti che la sua istituzione rappresentava una *best practice* contenuta nel Codice sin dalla sua prima edizione del 1999 e che, successivamente, la Commissione europea è intervenuta per raccomandarne l'istituzione in tutti gli Stati membri (dapprima con la citata Raccomandazione 2005/162/CE, in materia di amministratori senza incarichi esecutivi e poi con la Raccomandazione 2009/385/CE riguardante "la remunerazione degli amministratori delle società quotate").

Il Comitato per la remunerazione svolge, nel nuovo assetto, sia funzioni consultive che propositive; in particolare, è competente a presentare proposte o esprimere pareri al CdA in merito alla remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche e, soprattutto, a fissare e valutare il raggiungimento o meno degli obiettivi di *performance* rilevanti per la determinazione della parte variabile della remunerazione dei soggetti citati (6.C.5)⁵⁸.

57 Vd. Art. 3.5 della Raccomandazione su "La remunerazione degli amministratori delle società quotate" 2009/385/CE, cit. *supra*, nota 4, secondo cui: "Il trattamento di fine rapporto di lavoro non dovrebbe superare un determinato importo o un determinato numero di anni, che non deve in genere oltrepassare due anni della componente non variabile della retribuzione o del suo equivalente. Il trattamento di fine rapporto non dovrebbe essere versato se il recesso è dovuto a risultati inadeguati".

58 Alla formulazione del 2010, che assegnava al Comitato per le remunerazioni la funzione di presentare proposte al CdA sul tema della remunerazione degli amministratori, il Comitato per la CG ha ritenuto opportuno aggiungere, nel 2011, l'ulteriore funzione di esprimere "pareri" sulla medesima tematica. Tale specificazione è stata motivata dall'esigenza di assicurare un miglior coordinamento con quanto stabilito dal Regolamento Consob recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, approvato con la Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010. Il citato Regolamento prevede, infatti, che gli emittenti identifichino, al loro interno, un organo competente ad esprimere pareri sulle operazioni con parti correlate, ricomprendendovi, tra le altre cose, "ogni decisione relativa all'assegnazione di remunerazioni e di benefici ogni decisione relativa all'assegnazione di remunerazioni e benefici economici, sotto qualsiasi forma, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche" (art. 1, citato Regolamento Consob).

Inoltre, il Comitato per la remunerazione propone al CdA la politica generale sulla remunerazione dei soggetti aziendali apicali (6.P.4) valutandone periodicamente "l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione" (6.C.5).

e. Per garantire che le decisioni del Comitato per la remunerazione siano, il più possibile, corrette e imparziali, il Codice del 2010 aveva apprestato una serie di garanzie (poi rafforzate - come sarà meglio illustrato nella Parte seconda - dalla novella del 2011).

Oggi la disciplina risulta essere, pertanto, la seguente: il Codice raccomanda che il Comitato sia composto da amministratori indipendenti o, in alternativa, da amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti (e con un Presidente indipendente) e che almeno un suo componente disponga di un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia di politiche retributive, o in materia finanziaria (6.P.3).

Per arginare il rischio di potenziali conflitti di interessi, il Codice raccomanda che l'amministratore della cui situazione remunerativa si stia trattando in una data riunione si astenga dal parteciparvi (6.C.6) e che, se il CdA decide di avvalersi di un consulente esterno nell'attività di definizione delle remunerazioni, l'indipendenza di giudizio di tale soggetto sia sottoposta ad un'attenta verifica (6.C.7).

Si noti, infine, che la novella del Codice di autodisciplina in materia di remunerazione è da leggersi anche alla luce degli sviluppi della disciplina primaria dettata dal codice civile sul medesimo tema.

In particolare, col primo comma dell'art. 2389, 1. co, c.c., il Legislatore ha attribuito all'assemblea la competenza generale a stabilire i compensi degli amministratori (nel caso in cui questi non siano decisi all'atto di nomina); viceversa, col terzo comma dello stesso art. 2389 c.c., ponendo così una netta eccezione alla citata regola generale, il codice civile ha riconosciuto allo stesso CdA il potere di determinare il compenso degli "amministratori investiti di particolari cariche", sentito il previo parere obbligatorio del Collegio sindacale.

Sull'opportunità di tale eccezione si è ampiamente dibattuto in dottrina: se, da un lato, è apparso evidente che il CdA sia l'organo più idoneo a valutare in maniera puntuale l'operato e la prestazione manageriale offerta dal singolo amministratore e determinarne, pertanto, il compenso⁵⁹, dall'altro lato, si è avvertita con forza l'esigenza di gestire correttamente il conflitto di interessi esistente tra l'interesse degli amministratori investiti di cariche particolari ad avere un certo tipo di remunerazione e quello generale della società a porre in essere delle scelte oculate e sostenibili⁶⁰.

59 Vd. per tutti A. Mignoli, *Le "partecipazioni agli utili" nelle società di capitali*, in *Studi di diritto privato*, Vol. 1, Giuffrè, Milano, 1966, 119.

60 Dato il potenziale conflitto di interessi che può verificarsi nel caso in cui l'amministratore stesso contribuisca, in sede di CdA, alla determinazione del proprio compenso, alcuni Autori ritengono comunque applicabile al caso in esame anche l'art. 2391 c.c. ("*interessi degli amministratori*") che disciplina, in generale, tutte le situazioni in cui un amministratore abbia un interesse in conflitto con quello della società (disponendo la trasparenza in merito ai motivi dell'interesse confliggente nei confronti della società stessa e, in alcuni casi, anche l'astensione dalle delibera-

Per tale motivo, parte della dottrina aveva parlato di un vero e proprio "svuotamento" della competenza assembleare in materia di remunerazione⁶¹; un interessante filone giurisprudenziale aveva, altresì, proposto una interpretazione peculiare della disposizione che si basava sulla lettura combinata dei commi 1 e 3 dell'art. 2389 c.c.. In particolare, si era affermato che "il sistema normativo stabilito dai due commi dell'art. 2389 c.c., che chiama in causa a diverso titolo assemblea, consiglio di amministrazione e collegio sindacale, rende evidente che alla prima compete la quantificazione dei criteri o dei limiti numerici dei compensi degli amministratori tutti e che ai secondi può essere invece affidata la determinazione delle diverse remunerazioni in relazione alla diversità di funzioni"⁶².

Tale indicazione giurisprudenziale è stata, successivamente, recepita dalla riforma del diritto societario del 2003, che ha aggiunto al terzo comma dell'art. 2389 c.c. la specificazione per cui, se previsto dallo statuto, "l'assemblea può determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche". In tal modo, il potere del CdA di decidere i compensi di tale categoria di amministratori appare, infatti, circondato da maggiori cautele, dal momento che esso stabilisce il *quantum* di remunerazione spettante al singolo amministratore, all'interno di un *range* previamente deciso dall'assemblea.

La strada scelta dal Legislatore è stata, quindi, quella di introdurre, all'interno del processo deliberativo che rimane di competenza del CdA, presidi in grado di aumentare le garanzie di correttezza e trasparenza delle decisioni.

Per tale motivo, gli obiettivi dell'ampliamento delle funzioni del Comitato per le remunerazioni e la garanzia dell'indipendenza dei suoi membri, perseguiti dalle novelle al Codice di autodisciplina del 2010 e del 2011, si pongono in armonia con quanto previsto dalla legislazione primaria in tema di presidi a garanzia di decisioni corrette e trasparenti sull'importante tema delle remunerazioni dei soggetti apicali delle società.

La nuova edizione del Codice di autodisciplina del 2011

PARTE SECONDA

1 Gli obiettivi e i contenuti della novella del Codice

Nel dicembre del 2011 è stato pubblicato il nuovo testo revisionato del Codice di autodisciplina per la *corporate governance* delle società quotate italiane⁶³,

zioni sulla questione): così M. Baglioni e C. Presciani, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, op. cit., 924.

61 Di un vero e proprio "svuotamento" della competenza assembleare parla g. bianchi, *Gli amministratori di società di capitali*, Cedam, Padova, 2006, 128; allo stesso modo anche F. Ferrara Jr e F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2009, 614. affermano un'indubbia "criticità" della disposizione.

62 C. App. Milano, 5 gennaio 1996, in *Giur. it.* 1996, I, Trib. Bologna, 20 aprile 1995, in *Le Società*, 1995, 1224 ss..

63 C. Di Noia e E. Pucci, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, in *Rivista di Diritto Societario*, 1, 2012, 115, osservano come "nella gestione dei lavori, il comitato ha lasciato volutamente

elaborato, in linea di continuità con quanto avvenne nel 1999⁶⁴, da un "Comitato per la Corporate Governance", ossia da un soggetto dalla natura composita costituito da rappresentanti di Borsa Italiana e delle Associazioni di categoria delle imprese bancarie, assicurative e industriali (Abi, Ania, Assonime e Confindustria) e degli investitori istituzionali (Assogestioni).

Le novelle apportate al Codice di autodisciplina seguono tre direttrici principali:

1. la semplificazione e la chiarificazione delle regole già esistenti;
2. l'allineamento delle condotte richieste alle nuove regole del diritto societario e comunitario;
3. l'inserimento di nuovi principi volti ad innalzare gli standard di *governance* degli emittenti e ad anticipare possibili futuri interventi legislativi⁶⁵.

Per quanto concerne la semplificazione, il Comitato ha esplicitato, nei "Principi guida" che aprono il Codice, la scelta di conservare la tripartizione degli articoli che caratterizzava la loro struttura già nell'edizione precedente (Principio guida II). Ogni articolo del Codice è stato, infatti, suddiviso in tre parti: i "*principi*", ovvero le raccomandazioni di carattere generale, i "*criteri applicativi*" ossia i "*comportamenti raccomandati in quanto tipicamente necessari per realizzare gli obiettivi indicati*" e i "*commenti*", i quali chiariscono "*anche attraverso alcuni esempi, la portata dei principi e dei criteri applicativi e [descrivono] ulteriori condotte virtuose meramente auspiccate*" per un migliore perseguimento degli obiettivi (v. sul punto Principio guida II).

Più in particolare, si sottolinea sin da ora come il Comitato redattore abbia scelto la seguente modalità di rubricazione dei principi e criteri applicativi contenuti nel Codice:

- a. il primo numero segnala l'articolo del Codice;
- b. la lettera "P" o "C" indica se la condotta raccomandata sia contenuta, all'interno dell'articolo, in un principio o in un criterio applicativo;
- c. il successivo numero identifica, in termini progressivi, il singolo principio o criterio applicativo all'interno dell'Articolo;
- d. l'ultima (eventuale) lettera rappresenta un'ulteriore sotto-classificazione del principio o del criterio applicativo.

A titolo esemplificativo, "1.C.2" indica che si sta citando il secondo criterio

inalterata la struttura del Codice: una scelta che spiega perché il lavoro si sia concluso con una sua revisione e non con la pubblicazione di una nuova versione.

64 Il Comitato per la *corporate governance* che ha elaborato il Codice del 1999, formato da rappresentanti di società quotate, degli investitori istituzionali e delle loro associazioni di categoria era coordinato da Borsa Italiana s.p.a. nella persona dell'allora Presidente Stefano Preda, cui si deve la denominazione, spesso utilizzata, di "Codice Preda" per indicare tale prima edizione del Codice di autodisciplina.

65 Tali direttrici in cui si muove il Codice del 2011 sono state ben evidenziate da C. Di Noia e E. Pucci, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, op. cit., 115 ss., e da M. Baglioni e C. Presciani, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Le Società*, 8/9, 2012, 918; lo stesso Comitato per la *corporate governance* nella *Relazione Annuale*, pubblicata il 29 novembre 2012, p. 4 ss., ha affermato che "*la logica posta a fondamento delle revisioni*" del 2011 ha seguito le tre citate linee direttrici.

applicativo contenuto nell'art. 1 del Codice mentre "3.P.2" fa riferimento al secondo principio stabilito dall'art. 3 del Codice.

Diversamente rispetto all'adesione ai principi e ai criteri applicativi, quella che riguarda i comportamenti suggeriti nei *commenti* non è soggetta all'obbligo dell'informativa al mercato con riferimento ai casi di mancata *compliance*.

Per tale motivo, con la revisione del 2011 è stato modificato il tenore letterale di alcune disposizioni, al fine di rendere maggiormente palese e immediato quali, tra i comportamenti descritti nel Codice: *i)* debbano ritenersi oggetto di vere e proprie raccomandazioni (soggette al *comply or explain*); *ii)* rappresentino condotte alternative rispetto a quella raccomandata; *iii)* siano esempi chiarificatori della portata dei principi e dei criteri applicativi; *iv)* siano comportamenti meramente auspicati in quanto caratterizzati da livelli di diligenza maggiori rispetto agli standard ordinari (e per i quali, pertanto, non sussiste alcun obbligo di informativa)⁶⁶.

Attraverso la semplificazione, il Comitato per la *corporate governance* è riuscito anche a rispondere alla "esigenza di graduare maggiormente l'applicazione"⁶⁷ delle *best practice* alle società di dimensioni contenute (che, come è noto, rappresentano una particolarità del panorama societario italiano) al fine di "rendere più agevole l'accesso e la permanenza al listino di borsa, soprattutto alle società di piccole/medie dimensioni"⁶⁸. Esigenza, come noto, fatta propria anche dal Libro Verde della Commissione europea "Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario" del 2011⁶⁹.

Sotto il profilo dell'adeguamento alle evoluzioni normative, il Codice del 2011 ha inteso allinearsi alle novità normative nazionali intervenute dopo il 2006 (anno della precedente revisione del Codice), eliminando i riferimenti al voto di lista per l'elezione del Consiglio di amministrazione (in quanto la materia aveva trovato regolazione nel TUF⁷⁰) nonché le raccomandazioni in materia di operazioni con parti correlate (oggetto di un apposito Regolamento adottato dalla Consob nel 2010)⁷¹.

66 C. Di Noia e E. Pucci, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, cit., 115, parlano di una "sapiente modulazione dell'uso dei verbi" finalizzata a distinguere meglio la natura delle condotte richieste dal Codice.

67 Così la "Sintetica descrizione del contenuto del Codice di autodisciplina", redatta da Borsa Italiana s.p.a. ai sensi dell'art. 89 *ter*, comma secondo, del Regolamento Emittenti Consob, delibera n. 11971 del 4 maggio 1999 e successive modifiche.

68 M. Baglioni e C. Presciani, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, op. cit., 919.

69 Col Libro Verde della Commissione europea "Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario", cit., è stato posto in consultazione un quesito (il n. 1) relativo all'opportunità che l'Unione utilizzi approcci e standard diversi in ragione delle dimensioni degli emittenti, facendo espresso riferimento alla esperienze maturate in Francia e nel Regno Unito: l'ordinamento francese, infatti, nel 2009 ha scelto di emanare un codice di autodisciplina *ad hoc* per le PMI (*Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites*), mentre il Codice inglese, pur destinato a tutte le società quotate, contiene alcune disposizioni specifiche per le imprese di dimensioni contenute.

70 Art. 147 *ter*, co. 3 (Organi di amministrazione) e art. 148, co. 2 (Organi di controllo) del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, introdotti dalla legge 28 dicembre 2005 n. 262, recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari", come integrata dal decreto correttivo, il d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 "Coordinamento con la legge 28 dicembre 2005, n. 262, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB) e del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)".

71 Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate, approvato con la Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010.

Allo stesso modo, la materia del "*Trattamento delle informazioni societarie*" (in precedenza disciplinato dall'art. 4 del Codice di autodisciplina previgente) è stata espunta dal nuovo testo del Codice, essendo stata disciplinata nel nuovo Titolo I *bis* del Testo Unico della Finanza, rubricato "*Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*", aggiunto a seguito del recepimento della Direttiva 2003/6/CE (c.d. *Market Abuse*)⁷².

Infine, le raccomandazioni concernenti i "*Rapporti con gli azionisti*" (art. 9 del Codice) sono state profondamente revisionate in virtù dell'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36/CE, (c.d. *Shareholder's rights*)⁷³, che ha modificato la Sezione del TUF dedicata ai "*Diritti dei soci*" (già rubricata "*Tutela delle minoranze*")⁷⁴.

Tali allineamenti alla normativa primaria hanno determinato la diminuzione del numero degli articoli che compongono il Codice (passato da 12 a 10⁷⁵), contribuendo, anche per tale via, alla sua semplificazione.

Per quanto riguarda l'inserimento di principi innovativi volti ad innalzare gli standard di *governance*, ovvero il profilo oggettivo/contenutistico, il Codice ha mostrato particolare attenzione nei confronti dei seguenti temi che verranno sviluppati nei successivi paragrafi:

- la centralità del Consiglio di amministrazione nella *governance* societaria;
- l'importanza della componente indipendente all'interno del Consiglio di amministrazione;
- la valorizzazione dei Comitati endo-consiliari;
- l'introduzione della funzione della gestione dei rischi all'interno del sistema del controllo interno.

2 La centralità del Consiglio di amministrazione nella *governance* societaria

In linea di continuità con le precedenti edizioni del Codice, anche in quella del 2011, la maggior parte degli articoli (sei su dieci) continua ad essere dedicata al

72 La Direttiva 2003/6/CE (c.d. *Market Abuse*) è stata recepita in Italia con la legge 18 aprile 2005, n. 62.

73 La Direttiva 2007/36/CE, c.d. *Shareholder's rights* è stata attuata tramite il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27.

74 A seguito della novella della Sezione "*Diritti dei soci*" del TUF (Sezione II, Capo II, Titolo III, Parte IV del TUF) sono state espunte dal Codice di autodisciplina le raccomandazioni in materia di informativa pre-assembleare, di riduzione di vincoli e adempimenti che rendevano difficoltoso il voto nonché la disciplina delle assemblee, assorbite dalla disciplina dettata dagli artt. 125 *bis* (Avviso di convocazione dell'assemblea), 125 *ter* (Relazioni sulle materie all'ordine del giorno), 125 *quater* (Sito internet), 126 *bis* (Integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea), 127 *bis* (Annullabilità delle deliberazioni e diritto di recesso), 127 *ter* (Diritto di porre domande prima dell'assemblea), 127 (Voto per corrispondenza o in via elettronica).

75 L'indice del Codice, a seguito delle citate modifiche risulta oggi il seguente: 1. Ruolo del Consiglio di amministrazione; 2. Composizione del Consiglio di amministrazione; 3. Amministratori indipendenti; 4. Istituzione e funzionamento dei comitati interni al Consiglio di amministrazione; 5. Nomina degli amministratori; 6. Remunerazione degli amministratori; 7. Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi; 8. Sindaci; 9. Rapporti con gli azionisti; 10. Sistemi di amministrazione e controllo dualistico e monistico.

Consiglio di amministrazione⁷⁶, definito come l'organo che "*guida*" la società quotata, riunendosi con cadenza regolare e operando in modo da garantire un "*efficace svolgimento delle proprie funzioni*" (1.P.1.). In linea con quanto previsto dall'art. 2381 c.c., il Consiglio di amministrazione viene delineato come "*organo di alta amministrazione e supervisore dell'operato degli amministratori delegati*"⁷⁷.

Le novelle che riguardano il CdA si muovono, essenzialmente, nella direzione di assicurare una maggiore effettività della sua azione, raccomandando condotte che ne garantiscano una maggiore efficienza ovvero un miglior funzionamento anche mediante la valorizzazione delle riunioni consiliari⁷⁸.

Tra le innovazioni più significative risultano le raccomandazioni in materia di:

1. auto-valutazione e rinnovo dell'organo (1.C.1.g.);
2. valorizzazione delle riunioni consiliari (1.C.5);
3. contenuti dell'informativa da rendere al mercato (1.C.1.i.);
4. procedura per la gestione interna e la comunicazione all'esterno delle informazioni societarie (1.C.1.j.);
5. ruolo e peculiarità della componente non esecutiva del CdA;
6. introduzione del divieto di *cross directorship* (2.C.5);
7. istituzione del Comitato per le nomine (5.P.1).

1. Il Codice di autodisciplina del 2011, in linea con le indicazioni contenute nella citata Raccomandazione della Commissione europea "*Sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi (...)*"⁷⁹ del 2005, considera l'auto-valutazione da parte del CdA in merito al proprio funzionamento, alla dimensione e alla composizione, una *best practice* rilevante per l'efficienza dell'organo stesso e, pertanto, raccomanda che sia effettuata annualmente.

La novella del 2011 ha ampliato il contenuto della relativa raccomandazione mediante una definizione più puntuale dei criteri che devono guidare il CdA nell'attività di auto-valutazione (1.C.1.g.). Caratteristica centrale di un CdA organizzato e composto in maniera efficiente è l'eterogeneità degli amministratori che lo compongono, in ragione delle particolari professionalità, dell'esperienza (anche) manageriale, della diversità di genere⁸⁰, dell'anzianità di carica e, eventualmente,

76 In particolare si tratta degli articoli dedicati, rispettivamente ai seguenti temi: 1. Ruolo del Consiglio di amministrazione; 2. Composizione del delle informazioni societarie; 3. Amministratori indipendenti; 4. Istituzione e funzionamento dei comitati interni al Consiglio di amministrazione; 5. Nomina degli amministratori; 6. Remunerazione degli amministratori.

77 M. Baglioni e C. Presciani, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, op. cit., 919.

78 Sul punto v. P. Marchetti, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. Soc.*, 1, 2012, 37 ss.

79 Vd. punto 8 della Raccomandazione della Commissione europea "*Sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza*", cit., *supra*, nota 5.

80 Tale raccomandazione potrebbe apparire superflua dato che il Legislatore, con la legge 12 luglio 2011, n. 120, ha provveduto a modificare i tre articoli del TUF che riguardano la composizione, rispettivamente, del CdA, del Consiglio di gestione e del Collegio sindacale (artt. 147 *ter*, 147 *quater* e 148) disponendo, in virtù dell'obiettivo dell'equilibrio tra i generi, che quello meno rappresentato (normalmente quello femminile) debba ottenere almeno un terzo delle cariche nei citati organi, a partire dal "*primo rinnovo degli organi di amministrazione e degli organi di*

della c.d. diversità internazionale, consistente nella presenza di amministratori che hanno maturato competenze professionali e manageriali nei *board* di emittenti internazionali o, semplicemente, nella presenza di amministratori di diverse nazionalità⁸¹. Si noti, peraltro, che l'importanza dell'eterogeneità all'interno dei CdA è condivisa anche dalla Commissione europea nel citato Libro Verde sulla *corporate governance* del 2011⁸².

Inoltre, nell'ottica di un migliore funzionamento dell'organo, il Codice ha ritenuto utile attribuire allo stesso CdA la possibilità di esprimere, al momento del proprio rinnovo, orientamenti in merito alle figure ritenute opportune per completare le professionalità dell'organo di amministrazione (1.C.1.h.).

Sempre al fine di garantire un ottimale funzionamento del CdA, il Codice richiede che, al momento dell'accettazione della carica, l'amministratore debba valutare se dispone del tempo necessario per lo "*svolgimento diligente*" del compito affidatogli, anche tenendo conto dell'"*impegno connesso alle proprie attività lavorative o professionali*" (1.C.2.).

2. Un altro versante su cui il Codice ha ritenuto opportuno operare al fine di migliorare la funzionalità del CdA è quello che riguarda le sue riunioni; esse, infatti, ritenute momenti realmente decisori del CdA, sono state valorizzate assicurando che tutti gli amministratori dispongano degli elementi informativi necessari per discutere e deliberare compiutamente.

Nel perseguimento di tale obiettivo la novella ha aggiunto due raccomandazioni che, in qualche modo, precisano il combinato disposto dei commi 1 e 6 dell'art. 2381 c.c., introdotti dal decreto di riforma del diritto societario (d.lgs. 6/2003)⁸³.

La prima raccomandazione fissa il principio secondo cui "*gli amministratori agiscono e deliberano con cognizione di causa*" (1.P.2), chiarendo quanto, peraltro, già stabilito dal comma 6 dell'art. 2381 c.c., che sancisce il dovere degli amministratori di

controllo successivo ad un anno dalla data di entrata in vigore della legge". Per il periodo transitorio è previsto che, comunque, al genere meno rappresentato sia riservata una quota pari almeno ad un quinto degli amministratori e dei sindaci eletti. In realtà, come hanno evidenziato C. Di Noia e E. Pucci, in *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, op. cit., 117, la raccomandazione contenuta nel Codice di autodisciplina non è affatto superflua, dal momento che essa "*può rappresentare una buona pratica di governance che gli emittenti possono eventualmente applicare in via volontaria nella fase transitoria che precede l'effettiva efficacia della legge sulle quote di genere*".

81 Si noti che il rispetto della diversità internazionale rappresenta una condotta virtuosa meramente auspicata (e non soggetta al *comply or explain* in caso di mancato adeguamento) contenuta nell'art. 1, *sub* Commento.

82 Nel Libro Verde "*Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*", la Commissione europea sostiene che la diversità professionale è "*essenziale (...) e necessaria in quanto permette all'intero consiglio di comprendere, ad esempio, la complessità dei mercati mondiali, gli obiettivi finanziari della società e l'impatto della sua attività sulle diverse parti interessate*". Con riferimento alla diversità di genere, la Commissione ricollega al maggiore equilibrio tra i generi all'interno dei CdA anche la possibilità di poter "*aumentare le riserve di talento alle quali poter attingere per i posti più elevati*" (si noti, peraltro, che sul tema della diversità di genere la Commissione aveva già pubblicato una Comunicazione, recante la "*Strategia per la parità tra donne e uomini 2010-2015*", n. COM (2010) 491 seguita da un *paper* sull'equilibrio di genere in Europa: "*Report on Progress on Equality between Women and Men in 2010. The gender balance in business leadership*").

83 D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, recante "*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*".

agire informati⁸⁴. La seconda raccomandazione (contenuta nel criterio applicativo 1.C.5) prevede che il Presidente del CdA (oltre a convocare il Consiglio, fissarne l'ordine del giorno e coordinarne i lavori ai sensi del comma 1 dell'art. 2381 c.c.)⁸⁵ provvede affinché a tutti i consiglieri siano fornite informazioni adeguate sulle materie iscritte all'ordine del giorno. A tale effetto, il Presidente del CdA, nella sua attività di cura dell'informativa pre-consiliare, deve adoperarsi affinché gli amministratori (e i sindaci) dispongano della documentazione riguardante le materie iscritte all'ordine del giorno della riunione del Consiglio con congruo anticipo rispetto alla data stabilita (1.C.5)⁸⁶.

La prescrittività di tale condotta risulta rafforzata dal fatto che il Codice raccomanda alla società di fornire al mercato una corretta informativa in merito alla tempestività e alla completezza delle informazioni fornite agli amministratori in sede pre-consiliare, avendo elevato tali informazioni a contenuto necessario della relazione sul governo societario (1.C.5).

La seconda *best practice* introdotta prevede che uno o più amministratori possano invitare a partecipare alle riunioni del CdA i responsabili delle funzioni aziendali competenti per la materia in discussione. La loro presenza permette, infatti, agli amministratori (soprattutto a quelli non esecutivi) di poter disporre dei chiarimenti e degli approfondimenti che ritengano di volta in volta opportuni (1.C.6)⁸⁷.

3. L'altro aspetto su cui la novella del 2011 ha operato una consistente specificazione riguarda il contenuto della relazione sul governo societario. È stato, infatti, previsto che le informazioni contenute in tale documento debbano riguardare: (i) la composizione del CdA, con l'individuazione della qualifica di ciascun membro (esecutivo, non esecutivo, indipendente), dell'eventuale ruolo ricoperto (Presidente, *Chief Executive Officer*, etc.) nonché della professionalità e dell'anzianità maturata nella carica; (ii) la durata media delle riunioni del CdA e la partecipazione alle stesse dei singoli consiglieri (espressa in termini percentuali); (iii) le modalità di svolgimento dell'autovalutazione (1.C.1.i); (iv) i servizi resi da eventuali consulenti esterni che abbiano supportato il CdA nella procedura auto-valutativa (1.C.1.g.)⁸⁸.

84 L'art. 2381, co. 6. c.c. stabilisce che "Salvo diversa previsione dello statuto, il presidente convoca il consiglio di amministrazione, ne fissa l'ordine del giorno, ne coordina i lavori e provvede affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri".

85 L'art. 2381, co. 1. c.c. afferma il principio per cui "Gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato; ciascun amministratore può chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società".

86 Per M. Baglioni e C. Presciani, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, op. cit., 920, si tratta di un "comportamento (...) fondamentale nella prassi concreta di funzionamento del consiglio; troppo spesso, infatti, l'informazione e la documentazione pertinente viene, invece, fornita agli amministratori (soprattutto non esecutivi) poco prima della riunione, se non in sede di riunione stessa, compromettendo così gravemente il libero apprezzamento e l'autonomia di giudizio dell'amministratore in sede di deliberazione. Se non previamente informato sugli elementi alla base della delibera è, infatti, probabile che l'amministratore resti influenzato, sulla scelta gestionale da assumere, da parte dell'amministratore delegato o del presidente (che normalmente presentano l'operazione)".

87 Art. 1, sub Commento, ultimi due capoversi.

88 Anche tale condotta appare in linea con le indicazioni della Commissione europea contenute nel Libro Verde "Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario", cit., *supra*, nota 6 (punto 1.3, p. 9) dove si afferma che: "ricorrere con regolarità ad un 'facilitatore' esterno potrebbe migliorare la qualità della valutazione del consiglio,

4. A seguito dell'attuazione in Italia della Direttiva c.d. *Market Abuse*⁸⁹, con cui è stata introdotta nel TUF una nuova disciplina sul trattamento delle informazioni privilegiate, il Codice, da un lato, ha scelto di eliminare l'intero articolo che disciplinava il "*Trattamento delle informazioni societarie*" (art. 4 del Codice di autodisciplina del 2006), in quanto superato dalla nuova disciplina, e, dall'altro, ha comunque ritenuto opportuno introdurre, all'interno dell'articolo che disciplina il CdA, una singola raccomandazione relativa al trattamento di tutte le informazioni societarie, privilegiate e non. Più in particolare, è stato previsto che il CdA è tenuto ad adottare, su proposta dell'amministratore delegato o del Presidente dello stesso Consiglio di amministrazione, una "*procedura per la gestione interna e comunicazione all'esterno di tutte le informazioni riguardanti la società, con particolare riferimento a quelle privilegiate*", che assicuri la corretta gestione di tali informazioni (1.C.1.j), evitando che la "*divulgazione possa avvenire intempestivamente o in forma selettiva, incompleta o inadeguata*"⁹⁰.

5. Nell'ottica del funzionamento ottimale del CdA, il Codice, sin dalla sua prima edizione, ha accolto una *best practice* internazionale secondo cui il CdA deve essere composto sia da amministratori esecutivi⁹¹ che non esecutivi, ovvero "*non coinvolti in prima persona nella gestione operativa dell'emittente*"⁹² (art. 2).

Le novelle del 2011 hanno inteso, da un lato, sottolineare come la figura degli amministratori (esecutivi e non) debba essere caratterizzata da "*adeguata competenza e professionalità*" (2.P.1) e, dall'altro, che il Presidente del CdA debba assicurare comunque occasioni di formazione "*finalizzate a fornire loro un'adeguata conoscenza del settore in cui opera l'emittente, delle dinamiche aziendali e del contesto normativo di riferimento*" (2.C.2).

Per quanto riguarda il ruolo peculiare svolto dalla componente non esecutiva all'interno del CdA, con la revisione del 2011 si è voluto affermare espressamente che la loro presenza nell'organo contribuisce, stante le specifiche competenze possedute, all'assunzione di "*decisioni consapevoli*", soprattutto nelle aree in cui possono manifestarsi possibili conflitti di interessi (2.P.2)⁹³.

in quanto fornirebbe una prospettiva oggettiva e consentirebbe di condividere le best practices in uso presso le altre società".

89 Direttiva 2003/6/CE: "*Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato (abusi di mercato)*", cit., *supra*, nota 3.

90 Art. 1, *sub* Commento.

91 Ai fini dell'identificazione della figura dell'amministratore esecutivo, il primo criterio applicativo dell'articolo 2 (2.C.1), in linea con la precedente versione del Codice, chiarisce che: "*Sono qualificati amministratori esecutivi dell'emittente: 1) gli amministratori delegati dell'emittente o di una società controllata avente rilevanza strategica, ivi compresi i relativi presidenti quando ad essi vengano attribuite deleghe individuali di gestione o quando essi abbiano uno specifico ruolo nell'elaborazione delle strategie aziendali; 2) gli amministratori che ricoprono incarichi direttivi nell'emittente o in una società controllata avente rilevanza strategica, ovvero nella società controllante quando l'incarico riguardi anche l'emittente; 3) gli amministratori che fanno parte del comitato esecutivo dell'emittente, quando manchi l'identificazione di un amministratore delegato o quando la partecipazione al comitato esecutivo, tenuto conto della frequenza delle riunioni e dell'oggetto delle relative delibere, comporti, di fatto, il coinvolgimento sistematico dei suoi componenti nella gestione corrente dell'emittente*".

92 Così art. 3, *sub* Commento.

93 L'articolo 2 del Codice detta altri principi in merito alla composizione del CdA, non novellati dalla riforma del 2011, quali il 2.P.3, secondo cui "*Il numero, la competenza, l'autorevolezza e la disponibilità di tempo degli amministratori*

6. Al fine di aumentare la trasparenza nella gestione delle società quotate, scoraggiando le situazioni di presenza incrociata di amministratori in Consigli di amministrazione di società diverse, il Codice ha introdotto il divieto di c.d. *cross directorship* per i *Chief Executive Officer (CEO)* di società che non appartengono allo stesso gruppo (2.C.5)⁹⁴.

Si noti, peraltro, che un divieto analogo, funzionale ad evitare situazioni di conflitto di interessi, è stato introdotto, successivamente alla revisione del Codice, anche dalla legislazione primaria (legge 214/2011⁹⁵); può, tuttavia, evidenziarsi una differenza tra le due regolazioni: mentre la legge 214 vieta il *cross directorship* per motivi attinenti al "*profilo concorrenziale*", la raccomandazione del Codice di autodisciplina ha riguardo al diverso "*profilo della correttezza ed autonomia della gestione*"⁹⁶.

7. La revisione del 2011, infine, raccomandando espressamente l'istituzione del "*Comitato per le nomine*" all'interno del CdA, ha voluto rafforzare la prescrittività di una condotta che la precedente edizione del Codice rimetteva alla scelta discrezionale dell'emittente⁹⁷.

Il Codice del 2011 ha ritenuto opportuno rendere obbligatoria l'istituzione e l'effettivo funzionamento del Comitato per le nomine, quale strumento funzionale al perseguimento di uno degli obiettivi della riforma, ovvero introdurre *best practice* utili ai fini dell'individuazione di una ottimale composizione del Consiglio.

non esecutivi sono tali da garantire che il loro giudizio possa avere un peso significativo nell'assunzione delle decisioni consiliari"; il 2.P.4, secondo cui "È opportuno evitare la concentrazione di cariche sociali in una sola persona"; il 2.P.5, secondo cui "Il Consiglio di amministrazione, allorché abbia conferito deleghe gestionali al presidente, fornisce adeguata informativa nella relazione sul governo societario in merito alle ragioni di tale scelta organizzativa".

94 Il nuovo criterio (2.C.5) prevede che "*Il Chief Executive Officer di un emittente (A) non assume l'incarico di amministratore di un altro emittente (B) non appartenente allo stesso gruppo, di cui sia Chief Executive Officer un amministratore dell'emittente (A)*".

95 Legge 22 dicembre 2011, n. 214, "*Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, recante disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici*", (noto anche come "Decreto Salva-Italia"), entrata in vigore il 26 aprile 2012. L'art. 36, dedicato alla "*Tutela della concorrenza e partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito e finanziari*", stabilisce che: "*È vietato ai titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e ai funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari, di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti. [ovvero le imprese o i gruppi di imprese tra i quali non vi sono rapporti di controllo e che operano nei medesimi mercati del prodotto e geografici] 2 bis. Nell'ipotesi di cui al comma 1, i titolari di cariche incompatibili possono optare nel termine di 90 giorni dalla nomina. Decorso inutilmente tale termine, decadono da entrambe le cariche e la decadenza è dichiarata dagli organi competenti degli organismi interessati nei 30 giorni successivi alla scadenza del termine o alla conoscenza dell'inosservanza del divieto. In caso di inerzia, la decadenza è dichiarata dall'Autorità di vigilanza di settore competente. 2 ter. In sede di prima applicazione, il termine per esercitare l'opzione di cui al comma 2 bis, è di 120 giorni decorrenti dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto". Si noti che pochi giorni prima dell'entrata in vigore della legge, il 20 aprile 2012, Banca d'Italia, Consob ed Isvap hanno emanato in un documento congiunto i criteri applicativi: "*Criteri per l'applicazione dell'art. 36 del d.l. "Salva Italia" (c.d. "divieto di interlocking")*", Frequently Asked Questions".*

96 P. Marchetti, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, op. cit., 37 ss., sottolinea con riferimento al Codice di autodisciplina che "*a differenza della successiva normativa (...) il cross directorship è visto, più che sotto il profilo concorrenziale (la raccomandazione di autodisciplina prescinde, infatti, da una relazione di concorrenza tra le società interessate) sotto il profilo della correttezza ed autonomia della gestione*".

97 C. Di Noia e E. Pucci, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, op. cit., 120, affermano che in passato tale Comitato aveva una "*portata precettiva affievolita*" rispetto agli altri due Comitati, potendo il Cda scegliere discrezionalmente se istituirlo o meno. Prima della riforma, infatti, il Codice stabiliva che "*il CdA valuta se costituire al proprio interno un comitato per le nomine*".

Infatti, come ha affermato il Comitato per la CG, il "*Comitato per le nomine svolge un utile ruolo consultivo e propositivo*" (art. 5 *sub* Commento) formulando pareri in merito alla dimensione e alla composizione del CdA e fornendo raccomandazioni circa le figure professionali la cui presenza all'interno dell'organo sia ritenuta opportuna (5.C.1.a.).

In particolare, spetta al Comitato per le nomine proporre candidati alla carica di amministratore indipendente nel caso in cui nel corso del mandato occorra sostituirne uno, tramite il sistema della cooptazione (5.C.1.).

Inoltre, nel caso in cui il CdA abbia deciso di adottare un piano per la successione degli amministratori esecutivi, allo stesso Comitato nomine spetta la cura della relativa istruttoria (5.C.2.).

Prevedere un piano strutturato di successione degli amministratori esecutivi, pur non costituendo un obbligo normativo né una *best practice* suggerita dall'autodisciplina, risulta comunque una condotta virtuosa raccomandata anche dalla Consob. La Comunicazione Consob del 24 novembre 2011, infatti, da un lato, ha richiesto alle società quotate appartenenti al FTSE-Mib⁹⁸ di fornire al mercato le informazioni riguardanti l'esistenza (o l'assenza) di piani di successione nella Relazione sul Governo Societario (art. 123 *bis*, co. 2, lett. a. TUF); dall'altro lato, ha esplicitato i motivi del proprio *favor* per tale strumento precisando che "*l'esistenza di idonei piani di successione permette alle società non solo di sostituire prontamente amministratori cessati dal loro incarico, assicurando continuità e certezza alla gestione aziendale, ma anche di selezionare i migliori candidati alla successione*"⁹⁹.

Su un versante affine al tema appena trattato, la nuova edizione del Codice descrive anche un altro strumento: il c.d. *staggered board*, ossia la previsione di scadenze differenziate per tutti o alcuni dei componenti del CdA. Tale raccomandazione risponde all'esigenza di assicurare la continuità dell'organo nonché il passaggio del *know-how* da amministratori in carica ai nuovi membri.

Tale condotta, tuttavia, nel Codice non è oggetto di una raccomandazione ma rappresenta un comportamento meramente auspicato, pertanto, non soggetto all'obbligo del *comply or explain* (art. 2, *sub* Commento).

98 Il FTSE-Mib è composto dai 40 titoli più importanti per liquidità e capitalizzazione, rappresentando circa l'80% del mercato azionario italiano.

99 Cfr. Comunicazione Consob del 24 febbraio 2011 in materia di "*Remunerazioni e piani di successione. Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*". La Consob, in particolare, ha richiesto che le informazioni in materia di piani di successione siano incluse nella Relazione sul governo societario, ai sensi dell'art. 123 *bis*, co. 2, lett. a del Tuf, dal momento che questo dispone che le informazioni da fornire al mercato riguardano, oltreché l'adesione ai codici di comportamento in materia di governo societario, "*le pratiche di governo societario effettivamente applicate (...) al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari*". Come si legge nella citata Comunicazione, la Consob, pertanto, "*conferma la decisione di intervenire in via transitoria per garantire la trasparenza al mercato circa l'esistenza di piani di successione, tema ritenuto rilevante ai fini del buon governo societario. In ogni caso, venendo incontro ad alcune obiezioni del mercato, si è ritenuto opportuno convertire la richiesta di informazioni in una raccomandazione, sempre rivolta alle società a più alta capitalizzazione (appartenenti al FTSE-Mib)*".

3 L'importanza della componente indipendente all'interno del Consiglio di amministrazione

L'introduzione della figura degli amministratori indipendenti all'interno del CdA ha rappresentato un elemento cardine del Codice di autodisciplina del 1999 nonché una decisa innovazione all'interno del sistema di *corporate governance* delle società quotate italiane.

Inizialmente previsti soltanto dall'autodisciplina, gli amministratori indipendenti (al pari di quelli c.d. di minoranza¹⁰⁰) sono stati poi espressamente indicati dalla Legge sul risparmio del 2005 come componenti necessari di tutti i CdA (art. 147 *ter*, TUF)¹⁰¹.

La revisione del 2011 non ha modificato la definizione di indipendenza già contenuta nella precedente versione del Codice, che fa riferimento ad una situazione di fatto che caratterizza quegli amministratori non esecutivi che *"non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l'emittente o con soggetti legati all'emittente, relazioni tali da condizionarne attualmente l'autonomia di giudizio"* (3.P.1)¹⁰². Il ruolo essenziale degli amministratori indipendenti all'interno del CdA, consiste nel contribuire alle determinazioni di quest'ultimo con *"un giudizio autonomo e non condizionato"* (art. 3, *sub* Commento).

100 Come afferma, R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2010, 369, l'amministratore indipendente e l'amministratore di minoranza sono due figure da tenere distinte: risulta, infatti, *"evidente [la] non coincidenza fra le nozioni di amministratore nominato dalla minoranza e amministratore indipendente, essendo l'indipendenza una qualità, legislativamente o convenzionalmente fissata, che può essere posseduta anche dagli amministratori nominati dal socio di maggioranza"*.

101 La legge n. 262/2005 (Legge sul risparmio) e il successivo decreto correttivo (d.lgs. n. 303/2006), cit., *supra*, nota 16, hanno provveduto ad inserire nel TUF un'apposita sezione (la IV *bis*) dedicata agli organi di amministrazione, composta dagli artt. 147 *ter* (*Elezioni e composizione del CdA*), 147 *quater* (*Composizione del Consiglio di gestione*) e 147 *quinquies* (*Requisiti di onorabilità*).

102 Il criterio applicativo 3.C.1 specifica come *"Il consiglio di amministrazione valuta l'indipendenza dei propri componenti non esecutivi avendo riguardo più alla sostanza che alla forma e tenendo presente che un amministratore non appare, di norma, indipendente nelle seguenti ipotesi, da considerarsi come non tassative: a) se, direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposta persona, controlla l'emittente o è in grado di esercitare su di esso un'influenza notevole, o partecipa a un patto parasociale attraverso il quale uno o più soggetti possono esercitare il controllo o un'influenza notevole sull'emittente; b) se è, o è stato nei precedenti tre esercizi, un esponente di rilievo dell'emittente, di una sua controllata avente rilevanza strategica o di una società sottoposta a comune controllo con l'emittente, ovvero di una società o di un ente che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente o è in grado di esercitare sullo stesso un'influenza notevole; c) se, direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso società controllate o delle quali sia esponente di rilievo, ovvero in qualità di partner di uno studio professionale o di una società di consulenza), ha, o ha avuto nell'esercizio precedente, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale: con l'emittente, una sua controllata, o con alcuno dei relativi esponenti di rilievo; con un soggetto che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente, ovvero - trattandosi di società o ente - con i relativi esponenti di rilievo; ovvero è, o è stato nei precedenti tre esercizi, lavoratore dipendente di uno dei predetti soggetti; d) se riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, dall'emittente o da una società controllata o controllante una significativa remunerazione aggiuntiva (rispetto all'emolumento "fisso" di amministratore non esecutivo dell'emittente e al compenso per la partecipazione ai comitati raccomandati dal presente Codice) anche sotto forma di partecipazione a piani di incentivazione legati alla performance aziendale, anche a base azionaria; e) se è stato amministratore dell'emittente per più di nove anni negli ultimi dodici anni; f) se riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo dell'emittente abbia un incarico di amministratore; g) se è socio o amministratore di una società o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata della revisione legale dell'emittente; h) se è uno stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni di cui ai precedenti punti"*.

Rispetto alla precedente edizione, le novelle del Codice di autodisciplina del 2011 hanno inteso, piuttosto, migliorare la disciplina dell'indipendenza tramite raccomandazioni volte a suggerire:

1. la costante valutazione da parte del CdA del permanere di tale caratteristica in capo agli amministratori indipendenti;
2. la determinazione di un numero minimo di indipendenti all'interno del CdA;
3. la valorizzazione della figura del *Lead Independent Director*.

1. Con la revisione del 2011 è stata esplicitata la necessità che l'indipendenza sia, e appaia all'esterno, una qualifica che caratterizza l'amministratore per l'intera durata del suo mandato. Per tale motivo la sua sussistenza deve essere valutata dal CdA, non soltanto al momento della nomina, ma con "cadenza annuale" e ogni qualvolta ricorrano "circostanze rilevanti" (3.P.2).

Inoltre, gli esiti delle citate verifiche devono essere comunicati al mercato e inseriti nella Relazione sul governo societario, la quale deve, altresì, indicare (dandone conto) se la società abbia scelto di adottare parametri di valutazione dell'indipendenza (anche di un solo amministratore) diversi da quelli raccomandati dal Codice di autodisciplina¹⁰³.

2. La seconda innovazione riguarda la fissazione di un numero minimo di amministratori indipendenti. Mentre la raccomandazione previgente stabiliva che il loro numero dovesse essere proporzionato alle dimensioni del Consiglio, la *best practice* accolta dal Codice del 2011 raccomanda che i membri indipendenti siano - normalmente - almeno 2 e che rappresentino 1/3 del CdA per le società appartenenti all'indice FTSE-Mib.

Tale raccomandazione intende rafforzare la presenza degli indipendenti nei CdA, integrando quanto disposto dell'art. 147 *ter*, co. 4 del Tuf, ai sensi del quale per i CdA in cui siedono sino a 7 membri - ovvero per quelli di dimensione piccola/media¹⁰⁴ - è necessaria la presenza di almeno un amministratore indipendente, mentre per quelli più grandi è richiesto che ne siano nominati almeno due.

3. Infine, una rilevante novità riguarda le attribuzioni e la nomina del *Lead Independent Director* (2.C.4.), un amministratore indipendente che rappresenta il punto di riferimento e di coordinamento delle istanze degli amministratori non esecutivi e, in particolare, di quelli indipendenti.

103 Si noti come già nel proprio Comunicato Stampa del 3 marzo 2010, che rendeva nota l'avvenuta modifica dell'art. 7 del Codice di autodisciplina in materia di remunerazione degli amministratori (per cui vd. *supra*), il Comitato per la CG aveva raccomandato alle società quotate di "illustrare nei comunicati che riportano l'esito delle proprie valutazioni in merito all'indipendenza degli amministratori: 1. se siano stati adottati e, in tal caso, con quale motivazione, parametri di valutazione differenti da quelli indicati nel Codice, anche con riferimento a singoli amministratori; 2. i criteri quantitativi e/o qualitativi eventualmente utilizzati per valutare la significatività dei rapporti oggetto di valutazione".

104 Si segnala come i CdA delle società quotate italiane risultino composti, in media, di 15,3 amministratori nelle società finanziarie e di 9,3 nelle non finanziarie (v. Assonime, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di autodisciplina delle società quotate per il 2011, risultati 2011*, del 17 febbraio 2012).

Data questa sua funzione, la novella del 2011 gli ha attribuito il compito di "collaborare con il Presidente del CdA, in modo da garantire che tutti gli amministratori siano destinatari di flussi informativi tempestivi e completi" (2.C.4.).

La nomina del *Lead Independent Director* è raccomandata in tre distinte ipotesi (2.C.3.):

- a. quando il Presidente del CdA è anche il *Chief Executive Officer*;
- b. quando il Presidente del CdA coincide con la persona fisica che detiene il controllo dell'emittente;
- c. quando la nomina è richiesta dalla maggioranza degli amministratori indipendenti (salvo diversa e motivata valutazione da parte del Consiglio, da rendere nota nella relazione sul governo societario) per i soli emittenti appartenenti al FTSE-Mib.

Mentre le prime due ipotesi erano già previste dal Codice del 2006, la terza è stata introdotta nel 2011.

4 La valorizzazione dei Comitati endo-consiliari

Il Codice, in linea con le indicazioni della Commissione europea contenute nella citata Raccomandazione 2005/162/CE sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi, ritiene che i Comitati endo-consiliari rappresentino una modalità organizzativa che può contribuire ad incrementare l'efficienza e l'efficacia dei lavori del CdA¹⁰⁵. Essi, infatti, svolgono funzioni consultive e propositive nei confronti del *plenum*, con riferimento a quelle materie in cui il rischio di conflitto di interessi è particolarmente rilevante o rispetto alle quali sia avvertita l'esigenza di competenze più specifiche (4.P.1)¹⁰⁶. Il fatto che tali Comitati siano composti, interamente o per una parte significativa, da amministratori indipendenti offre maggiori garanzie che le decisioni in alcune materie delicate, quali le nomine, le remunerazioni e il controllo interno e la gestione dei rischi, siano prese nell'interesse prioritario della società.

Le innovazioni introdotte nel 2011 evidenziano sia una generale valorizzazione dei Comitati, sia un'accentuazione della caratteristica della flessibilità nella loro

105 Nella Raccomandazione "Sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza", cit., considerando n. 9 e 10, la Commissione europea chiarisce che, se da un lato "è opportuno (...) incoraggiare la creazione, all'interno del Consiglio d'amministrazione o di sorveglianza, di comitati per le nomine, le retribuzioni e la revisione dei conti", dall'altro le funzioni esercitabili dai comitati non possono mai essere di natura decisoria dal momento che soltanto il CdA è l'organo dotato del potere deliberante. In tal senso afferma che: "Il Consiglio d'amministrazione o di sorveglianza ha il potere di stabilire il numero e la struttura dei comitati che esso reputa utili per facilitare il proprio lavoro, ma tali comitati, in linea di principio, non devono sostituire il consiglio d'amministrazione o di sorveglianza. Di regola, quindi, i comitati per le nomine, le retribuzioni e la revisione dei conti dovrebbero presentare raccomandazioni volte a preparare le decisioni che saranno adottate dal consiglio d'amministrazione o di sorveglianza stesso".

106 C. Di Noia e E. Pucci, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, op. cit., 119, sostengono l'utilità della costituzione di comitati endo-consiliari per quelle "materie rispetto alle quali è particolarmente avvertita l'esigenza di approfondimento, specializzazione e terzietà nel giudizio da parte del Consiglio stesso. Il ricorso a comitati può essere particolarmente utile per pervenire a decisioni trasparenti e corrette, soprattutto con riguardo a materie nelle quali più alto è il rischio (anche solo potenziale) di conflitto di interessi".

istituzione e nell'applicazione delle regole di composizione, coerentemente con le diverse realtà aziendali nelle quali gli stessi vengono costituiti¹⁰⁷.

Più in particolare, la novella è intervenuta – coerentemente a tale *favor* per la flessibilità – sulla materia della loro composizione, introducendo nuove deroghe alla regola generale che prevede che tutti i Comitati siano composti da almeno 3 membri (4.C.1).

Già la previgente edizione del Codice contemplava una deroga a tale previsione, a favore delle società nelle quali il CdA fosse di dimensioni ridotte: in particolare il Codice lasciava aperta la possibilità di istituire Comitati composti da due soli amministratori, entrambi indipendenti, nei CdA in cui sedessero non più di cinque amministratori.

La novella del 2011 ha ampliato le maglie della deroga concedendo tale facoltà anche agli emittenti il cui CdA abbia dimensioni medio-grandi, ovvero sia composto da un massimo di otto amministratori.

Un'ulteriore attenzione alla predisposizione di meccanismi flessibili, rispettosi delle esigenze proprie delle società di dimensioni più contenute, appare evidente anche nella nuova raccomandazione che consente agli emittenti di attribuire le funzioni spettanti ai Comitati direttamente al CdA, evitando così l'istituzione dei Comitati (4.C.2)¹⁰⁸.

Il Codice, inoltre, contempera le esigenze della flessibilità dell'organizzazione dei Comitati nelle singole società con quelle della correttezza delle decisioni assunte, dettando condizioni al cui rispetto è subordinata la possibilità di esercitare la scelta di non istituire i Comitati:

- a. in primo luogo, è previsto che, laddove al CdA siano attribuite funzioni spettanti ai Comitati, il primo deve essere composto almeno per la metà da amministratori indipendenti, che durante le riunioni consiliari debba essere riservato un tempo adeguato alla discussione concernente le nomine, le remunerazioni e i controlli e che le relative decisioni siano oggetto di *disclosure* al mercato (4.C.2);
- b. in secondo luogo, è stato stabilito che tutte le scelte operate in tale direzione siano esplicitate e motivate nella Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari e siano periodicamente rivalutate dal CdA stesso;
- c. infine, per le società che risultino controllate o sottoposte a direzione e coordinamento da parte di terzi (4.C.2.) è stato posto il divieto di attribuire al CdA le competenze spettanti al "Comitato controllo e gestione dei rischi"¹⁰⁹.

107 Una raccomandazione particolarmente significativa a tutela della flessibilità che caratterizza l'istituzione dei Comitati è contenuta nel criterio 4.C.1.c., già presente nella edizione del 2006 del Codice. Esso dà all'emittente la possibilità di scegliere di distribuire le funzioni che il Codice attribuisce ai tre Comitati anche in maniera diversa, ad esempio accorpando alcune materie, purché siano rispettate le regole di composizione dei Comitati stessi.

108 Come è stato sottolineato da C. Di Noia e E. Pucci, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, op. cit., 119: "Il Codice non sconfessa l'utilità dei comitati e del relativo contributo; la proposta va interpretata, piuttosto, come una diversa modalità organizzativa accordata agli emittenti che, per ragioni di carattere dimensionale o strutturale, decidano di avvalersene".

109 Come specifica l'art. 4, sub Commento: "Nell'eventuale scelta di non istituire il Comitato controllo e rischi, i fattori da tenere in particolare considerazione sono quelli riconducibili alla complessità e al settore di attività dell'emittente: ad

Venendo ai singoli Comitati, ci si limita ad osservare che la novella del 2011, se, da un lato, ha apportato significative modifiche alla disciplina del Comitato per il controllo interno (cfr. successivo par. 5) e del Comitato per le nomine (si veda il precedente par. 2), dall'altro, è intervenuta soltanto su alcuni aspetti del "Comitato per le remunerazioni", già oggetto di totale riscrittura nel 2010 (come illustrato nel precedente par. 3 della Parte prima).

Nel 2011 è stata semplicemente modificata la raccomandazione in merito alla composizione del Comitato in questione, stabilendo che esso debba essere composto interamente da indipendenti o, in alternativa, dalla totalità di amministratori non esecutivi, a maggioranza indipendenti; inoltre è stato aggiunto che, nell'esercizio della sua funzione consultiva sul tema della politica per la remunerazione, il Comitato possa formulare proposte e pareri e sia competente, altresì, a monitorare costantemente l'applicazione delle decisioni in materia e ad effettuare una valutazione periodica del sistema previsto, sotto i profili dell'adeguatezza e della coerenza.

5 L'introduzione del concetto di gestione dei rischi nel sistema di controllo interno

Il Codice di autodisciplina del 2011, in linea con la posizione espressa dalla Commissione europea nel citato Libro Verde sulla *Corporate Governance* del 2011, ha ravvisato la necessità che ciascuna società quotata, in base alle proprie caratteristiche, sviluppi un'adeguata cultura del rischio nonché modalità di gestione che le consentano di affrontare efficacemente gli specifici rischi aziendali.

Le novelle apportate al Codice di autodisciplina sotto tale profilo perseguono tre fondamentali obiettivi:

1. contribuire a diffondere la "cultura del rischio", inserendo la funzione della gestione dei rischi all'interno del sistema di controllo interno;
2. attribuire al CdA, coadiuvato dal (rinnovato) "Comitato per il controllo interno e la gestione dei rischi", un ruolo chiave nella definizione della natura e del livello del rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'emittente;
3. razionalizzare il sistema di controllo interno e gestione dei rischi sotto il profilo delle competenze attribuite ai vari soggetti coinvolti nell'esercizio di questa funzione.

Nel perseguimento del primo obiettivo, una delle novità più rilevanti è stata la nuova rubricazione dell'art. 7 in "Sistema di controllo interno e gestione dei rischi".

Tale innovazione appare conforme ai contenuti del Libro Verde sulla *Corporate Governance* del 2011, che ha esteso anche alle società quotate il concetto di

esempio, la natura dell'attività svolta e l'appartenenza ad un settore regolamentato, il fatturato e l'attivo di bilancio, il numero dei dipendenti, la capitalizzazione di mercato, il numero e la collocazione geografica dei soggetti giuridici partecipati o controllati, lo svolgimento di attività d'impresa in regioni e Stati che presentino fattori di rischio, il numero dei componenti del CdA, le loro qualifiche professionali e la loro disponibilità di tempo".

"gestione del rischio" ampliandone, contestualmente, il significato. Se la Direttiva 2006/46/CE¹¹⁰ aveva già affermato, per le quotate, l'obbligo di dotarsi di un sistema interno di controllo e gestione del rischio *"in relazione al processo di informativa patrimoniale"* (art. 1.7, lett. c) e di rendere un'adeguata informativa al pubblico in merito al sistema concretamente implementato, nel Libro Verde il concetto di "rischio" è divenuto molto più ampio, non essendo più limitato al mero ambito della rendicontazione finanziaria.

La Commissione europea, infatti, ha affermato in proposito che *"ogni società, indipendentemente dal campo specifico di attività, deve far fronte ad un ampio ventaglio di rischi, sia interni che esterni legati alle proprie caratteristiche"*¹¹¹, quali ad esempio il campo di attività, la dimensione internazionale, la complessità, la dislocazione territoriale o l'assetto proprietario.

In linea con tale lettura della gestione dei rischi, non più limitata all'ambito della *compliance* contabile, ma estesa a tutti i *"rischi tipici aziendali, quali il rischio operativo, il rischio finanziario, il rischio di mercato, il rischio di (non) conformità, etc."* (art. 7, sub Commento), la novella del 2011 al Codice ha sottolineato come l'intero sistema dei controlli persegua il fine di *"consentire l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi"* (7.P.1.), confermandone la centralità nell'impianto del progetto di riforma. Come è stato puntualmente osservato, a seguito della novella è lo stesso *"modo di concepire i controlli nell'attività di impresa [che è stato] rivoluzionato: al centro viene messo il monitoraggio costante dell'attività e dei rischi d'impresa"*¹¹², nella consapevolezza che *"la moderna concezione dei controlli ruota attorno alla nozione di rischi aziendali"* (art. 7, sub Commento).

Si noti, a tale proposito, che anche l'OCSE, nel 2010, aveva chiaramente affermato come *"una delle lezioni più importanti della recente crisi è stato il fallimento della gestione dei rischi di un buon numero di società finanziarie e non finanziarie. Troppo spesso, l'attenzione sembra essere stata concentrata sui controlli interni finalizzati alla rendicontazione finanziaria; così facendo la gestione dei rischi è distaccata dalla predisposizione delle strategie aziendali e dalla loro attuazione"*¹¹³.

Il Codice, sempre in linea con quanto emerso dal Libro Verde sulla CG¹¹⁴, ha attribuito proprio al CdA il compito di contribuire alla diffusione della c.d. *"cultura del*

110 Direttiva 2006/46/CE: "Modifica delle Direttive del Consiglio 78/660/CEE, relativa ai conti annuali di taluni tipi di società, 83/349/CEE, relativa ai conti consolidati, 86/635/CEE relativa ai conti annuali e consolidati delle banche, degli altri istituti finanziari e 91/674/CEE, relativa ai conti annuali e consolidati delle imprese di assicurazione", attuata nel nostro ordinamento tramite il d.lgs. n. 173/2008.

111 Libro Verde della Commissione europea, "Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario", punto 1. 5: "Gestione dei rischi".

112 M. Bianchini e C. Di Noia, *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Egea, Milano, 2010, 1.

113 OCSE, *Corporate Governance and The Financial Crisis: Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles*, 24 febbraio 2010.

114 Nel Libro Verde "Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario", punto 1.5, "Gestione dei rischi", pag. 11, la Commissione europea afferma che *"tenendo in considerazione la diversità delle varie situazioni, non sembra possibile proporre un modello unico di gestione del rischio per tutte le tipologie di società. È tuttavia indispensabile che il CdA garantisca una sorveglianza idonea dei processi di gestione dei rischi (...) Una politica di gestione dei rischi efficace e coerente deve chiaramente venire dall'alto» ossia essere decisa a livello di Consiglio di amministrazione per l'interna organizzazione. È opinione comune che la responsabilità di definire il profilo di rischio di una de-*

rischio". Tra le funzioni che il Consiglio di amministrazione è chiamato a svolgere in *plenum* (non potendo né delegarle a singoli né attribuirle a Comitati interni) è stata aggiunta, infatti, quella di definire "*la natura e il livello del rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'emittente*" (1.C.1.b)¹¹⁵.

In altre parole, il CdA è competente ad "*individuare i criteri in base ai quali la società potrà assumere rischi che siano sostenibili dal punto di vista strategico; a tali criteri gli amministratori delegati dovranno attenersi nelle loro scelte operative*"¹¹⁶; il Codice ha, infatti, ulteriormente esplicitato il collegamento tra la gestione efficace dei rischi e la sostenibilità aziendale, aggiungendo al già esistente principio per cui "*gli amministratori agiscono e deliberano con cognizione di causa e in autonomia per il raggiungimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti*", l'importante specificazione che detta creazione di valore va considerata "*in un orizzonte di medio-lungo periodo*" (1.P.2)¹¹⁷.

Per quanto riguarda la razionalizzazione del sistema di controllo interno e gestione dei rischi, il Comitato per la CG si è mosso sulla base della consapevolezza che l'evolversi della normativa primaria in materia di controlli aveva condotto a sovrapposizioni di competenze tra diversi organi o, quantomeno, ad una incerta attribuzione di compiti e responsabilità, rendendo il sistema dei controlli interni uno dei "*punti problematici della governance di impresa*"¹¹⁸.

Per tale motivo, l'intento perseguito dalla novella al Codice del 2011 è stato quello di razionalizzare il sistema dei controlli sotto il profilo soggettivo, chiarificando le funzioni svolte dai vari soggetti coinvolti, rendendo il sistema maggiormente efficiente e riducendo le duplicazioni di attività (7.P.3).

Sulla scorta del citato allargamento del concetto di "controllo interno" anche alla "gestione dei rischi", il Codice ha anzitutto raccomandato la creazione di un sistema unitario, "*costituito dall'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative, volte a consentire l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi, (...) integrato nei più generali assetti organizzativi*" (7.P.1.) e aperto al recepimento delle *best practice* nazionali e internazionali.

terminata organizzazione compete in primo luogo al suo CdA, in funzione della strategia seguita, e che ad esso spettano anche di sorvegliarla adeguatamente per garantirne l'efficace funzionamento".

115 Tra le funzioni del CdA, già previste nella precedente versione del Codice, si segnalano tra le altre: approvare l'attuazione dei piani strategici, industriali e finanziari dell'emittente e definire il sistema di governo societario e la struttura del gruppo (1.C.1, lett. a) cui si aggiunge l'inciso che prevede il monitoraggio periodico di tali piani; valutare il generale andamento della gestione e stabilire la periodicità (non superiore a 3 mesi) con cui gli organi delegati riferiscono al CdA (1.C.1, lett. d, e); deliberare sulle operazioni di rilievo strategico, dal punto di vista economico/finanziario, adottate dalla stessa quotata o dalle sue controllate (1.C.1, lett. f).

116 M. Baglioni e C. Presciani, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, op. cit., 920.

117 Si noti che la definizione di tale obiettivo prioritario si rinveniva già nella raccomandazione del Codice di autodisciplina in materia di remunerazioni, come novellata nel 2010 (vd. attuale 6.P.2, già 7.P.2) che dispone che "*la remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche è definita in modo tale da allineare i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo*".

118 C. Di Noia e E. Pucci, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, op. cit., 116.

Subito dopo, nel secondo principio contenuto dall'art. 7, il Codice ha espressamente definito le finalità che sottendono la creazione di un sistema di controllo interno e di gestione dei rischi realmente "efficace": esso, da un lato, "contribuisce a una conduzione dell'impresa coerente con gli obiettivi aziendali (...) favorendo l'assunzione di decisioni consapevoli" e, dall'altro, "concorre a tutelare la consistenza del patrimonio sociale, l'efficienza e l'efficacia dei processi aziendali, l'affidabilità dell'informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti nonché dello statuto sociale e delle procedure interne" (7.P.2.).

Il Comitato redattore del Codice, seguendo l'obiettivo di semplificare quanto più possibile le incombenze richieste agli emittenti, si è mostrato consapevole del fatto che sarebbe stato inopportuno fornire un elevato numero di raccomandazioni di natura organizzativa, dal momento che per ciascuna società emittente entrano in gioco una serie di variabili (dal tipo di attività svolta, alla dimensione, alla struttura del gruppo, al contesto regolamentare) che rendono le realtà aziendali molto diverse tra loro.

Per tale motivo, il Codice ha delineato un modello generale, attraverso il quale le varie competenze in materia di controllo interno e gestione dei rischi sono attribuite ai diversi soggetti in virtù di una ripartizione "per livelli" (7.P.3).

Nel Commento allo stesso art. 7, il Comitato redattore ha chiarito a quale soggetto competa ciascun livello di controllo e quale sia il suo contenuto essenziale¹¹⁹; così, per controllo di primo, secondo e terzo livello si intendono, rispettivamente: *i*) quello operato direttamente dai responsabili delle aree operative (anche detto "controllo di linea"); *ii*) quello proprio delle funzioni aziendali, ovvero il monitoraggio e la gestione dei rischi tipici (tra i quali il rischio operativo, il rischio finanziario, il rischio di mercato e il rischio di non conformità); *iii*) quello svolto dalla funzione di *internal audit*, intesa come "attività di verifica generale sulla struttura e sulla funzionalità dei controlli interni" (art. 7, sub Commento). Al vertice del sistema si trova il c.d. "controllo di gestione" il quale "fa riferimento alla pianificazione e al controllo del business aziendale" (art. 7 sub Commento).

Data tale ripartizione generale della funzione del controllo interno e della gestione dei rischi "per livelli", il Codice ha, poi, ripartito le diverse competenze tra i seguenti soggetti:

- a. il Consiglio di amministrazione;
- b. l'amministratore (o gli amministratori) incaricato/i del sistema interno di controllo interno e gestione dei rischi;
- c. il Comitato per il controllo interno e la gestione dei rischi (anche Comitato controllo e rischi);
- d. il responsabile della funzione di *internal audit*;
- e. il Collegio sindacale.

119 M. Baglioni e C. Presciani, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, op. cit., 926: "il Comitato (...) pur senza dare indicazioni organizzative in merito all'architettura di tale sistema [ovvero, del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi] (e quindi lasciando a ciascuna società quotata le scelte specifiche), formula una serie di raccomandazioni ai vari attori coinvolti".

a. Il Consiglio di amministrazione

Il ruolo che il Codice di autodisciplina riconosce al CdA all'interno del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi si inquadra nell'alveo della legislazione primaria che ne definisce le competenze; ci si riferisce, in particolare, agli artt. 2380 *bis*, co. 1, c.c. e 2381, co. 3. c.c., come novellati con la riforma del diritto societario del 2003¹²⁰.

Mentre l'art. 2380 *bis*, co. 1 dispone che *"la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale"*, l'art. 2381, co. 3, c.c. impone al CdA il dovere di valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società (sulla base delle informazioni ricevute) e il generale andamento della gestione (sulla scorta della relazione degli organi delegati).

Il Codice di autodisciplina integra e specifica tali disposizioni, indicando nel CdA l'organo di *"supervisione strategica"* dell'emittente¹²¹, raccomandando che esso eserciti le sue funzioni di alta amministrazione anche all'interno del sistema di controllo e gestione dei rischi riconoscendogli un generale *"ruolo di indirizzo e di valutazione dell'adeguatezza"* dell'intero sistema di controllo interno e di gestione dei rischi implementato (7.P.3), come previsto, peraltro, anche dall'art. 2381, co. 3, c.c..

In particolare, il Codice, dando contenuto più operativo e di dettaglio ai principi indicati nel codice civile, raccomanda che il CdA:

- i) definisca le *"linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi"* (7.C.1.), in modo che i principali rischi afferenti all'emittente e alle sue controllate risultino correttamente identificati, nonché adeguatamente misurati, gestiti e monitorati;
- ii) determini *"il grado di compatibilità di tali rischi con una gestione dell'impresa coerente con gli obiettivi strategici individuati"* (7.C.1);
- iii) valuti *"l'adeguatezza del sistema dei controlli"* (7.P.3).

Sotto tale ultimo profilo, il Codice ha raccomandato che tale valutazione dell'adeguatezza del sistema del controllo interno e di gestione dei rischi sia effettuata con cadenza almeno annuale e prenda a riferimento le caratteristiche dell'impresa, il profilo di rischio assunto e l'efficacia che il sistema riesce effettivamente ad esprimere (7.C.1.b).

A completamento del ruolo svolto dal CdA quale figura centrale del sistema, il Codice ha, infine, aggiunto altre due raccomandazioni ai sensi delle quali il CdA *"approva, con cadenza almeno annuale, il piano di lavoro predisposto dal responsabile della funzione di internal audit"* (7.C.1.c) e *"valuta i risultati esposti dal revisore legale"* (7.C.1.e).

120 D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6.

121 Art. 7, *sub* Commento.

b. L'amministratore (o gli amministratori) incaricato/i del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi

Il Codice di autodisciplina raccomanda che il CdA individui al proprio interno "uno o più amministratori incaricati dell'istituzione e del funzionamento di un efficace sistema di controllo interno e di gestione dei rischi" (7.P.3.b)¹²².

Tale amministratore svolge un ruolo rilevante all'interno del modello di sistema del controllo interno delineato dal Codice di autodisciplina: a tale soggetto spettano, infatti, le funzioni di identificare i principali rischi aziendali (che deve regolarmente sottoporre all'esame del CdA ai sensi del criterio applicativo 7.C.4.a) e di dare esecuzione alle linee di indirizzo definite dal CdA in materia di sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, curandone la progettazione, la realizzazione e la concreta gestione e verificandone costantemente l'adeguatezza e l'efficacia (7.C.4.b).

A completamento di tali attribuzioni è previsto, inoltre, che lo stesso possa chiedere alla funzione di *internal audit* di svolgere verifiche su specifiche aree operative (7.C.4.d) e che sia tenuto a riferire al CdA o al Comitato controllo e rischi ogni genere di problematica o criticità riscontrata durante le proprie attività (7.C.4.e).

Dal punto di vista della qualificazione giuridica, tale amministratore dovrebbe essere inquadrato all'interno degli "organi delegati" disciplinati dall'art. 2381, co. 5, c.c., poiché tale norma prevede che la "cura" dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile rispetto alla natura e alle dimensioni dell'impresa sia una competenza tipica degli organi delegati (mentre il Consiglio di amministrazione "valuta" l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, ai sensi del terzo comma dello stesso art. 2381 c.c.). Considerato che, soprattutto a seguito della riforma del diritto societario del 2003, è opinione pacifica che il sistema del controllo interno sia "parte e, nel contempo, elemento essenziale degli assetti organizzativi"¹²³ di una società e che la sua "istituzione" e il suo "mantenimento" rientrano in quelle "funzioni operative" che si concretizzano nella "creazione" dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società¹²⁴, tipiche attribuzioni dell'organo delegato, da ciò si può inferire che dall'attribuzione di tali funzioni debba discendere, direttamente, la qualifica di organo delegato.

Il Codice tuttavia non utilizza mai esplicitamente il termine "delegato", preferendo parlare sempre di amministratore "incaricato" del sistema del controllo interno e della gestione dei rischi (vd. 7.P.3.a e Commento all'art. 7), ovvero sia di un soggetto che è chiamato a svolgere una peculiare funzione (quale quella di istituire il sistema del controllo interno e della gestione dei rischi) dando esecuzione alle linee di indirizzo decise dal CdA; tuttavia, in linea con sopra menzionata ricostruzione giuridica, il Codice stesso raccomanda che il soggetto che svolge tale funzione sia qualifica-

122 Si noti che nella precedente versione del Codice era previsto che il CdA nominasse "un amministratore esecutivo (di norma, uno degli amministratori delegati) incaricato di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo" (art. 8.C.1.b. Codice 2006).

123 Per tutti, P. Montalenti, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, in *Banca, Borsa, Tit. cred.*, 2011, 5, 535 ss..

124 Per tutti A. Maffei Alberti, *Commentario breve al diritto delle società*, II, Cedam, Padova, 2011, 596.

to come amministratore "esecutivo".

Al di là di tale profilo giuridico, il Codice di autodisciplina del 2011, innovando rispetto alla precedente versione del 2006 che raccomandava al CdA di nominare *"un amministratore esecutivo (di norma, uno degli amministratori delegati) [quale] incaricato di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo"*¹²⁵, ha optato per una formulazione che lascia al CdA una maggiore libertà di scelta, poiché l'amministratore incaricato del sistema di controllo interno può essere individuato *"alternativamente, [in] un amministratore già investito di deleghe operative ovvero [in] un amministratore non destinatario di altre deleghe, che sia ritenuto particolarmente adatto allo svolgimento della funzione"*¹²⁶.

Il Codice, inoltre, apre anche alla possibilità di affidare l'incarico dell'istituzione e del mantenimento del sistema del controllo interno e della gestione dei rischi anche a più soggetti: *"ad esempio, a un amministratore con delega all'amministrazione, finanza e controllo potrebbero essere attribuiti compiti relativi a tali aree di rischio, mentre a un amministratore con delega alla gestione aziendale potrebbero essere attribuiti compiti relativi al controllo dei rischi operativi"* (art. 7, sub Commento).

c. Il Comitato controllo e rischi

Tale Comitato, la cui istituzione era già stata raccomandata nelle precedenti edizioni del Codice, è stato oggetto di talune innovazioni in coerenza con il nuovo ruolo assegnato alla gestione dei rischi.

Da un lato, ne è mutata la denominazione, passata da "Comitato per il controllo interno" a "Comitato controllo e rischi", sia *"per sottolineare la centralità dei rischi [sia per] differenziare quest'organismo dal "Comitato per il controllo interno e la revisione contabile", imposto dalla recente normativa in materia di revisione contabile"*¹²⁷.

Dall'altro, sono state ampliate le sue attribuzioni: in particolare gli sono state affidate alcune funzioni di supporto al CdA, tra le quali quella di esprimere pareri in merito a specifici aspetti riguardanti l'identificazione dei rischi aziendali (7.C.2.b) e quella di esaminare le relazioni periodiche sulla valutazione del sistema di controllo e gestione dei rischi (7.C.2.c).

Accanto a questo primo nucleo di funzioni, gli sono stati attribuiti due nuovi compiti con riferimento alla funzione di *internal audit*, ovvero: esaminare le relazioni prodotte da quest'ultima, monitorarla sotto i profili dell'autonomia, adeguatezza, efficacia ed efficienza e chiederle, se necessario, di svolgere verifiche su specifiche aree operative (7.C.2.e).

Infine, il Comitato controllo e rischi valuta, insieme al dirigente preposto, il corretto utilizzo dei principi contabili all'interno dei documenti contabili societari

125 Art. 8.C.1.b. del Codice di autodisciplina del 2006.

126 Art. 7, sub Commento.

127 Art. 7, sub Commento.

(7.C.2.a) e riferisce in merito al CdA almeno ogni sei mesi e, comunque, in occasione dell'approvazione della relazione finanziaria annuale e semestrale (7.C.2.f).

Per quanto riguarda la composizione del Comitato, esso deve essere alternativamente composto: o nella totalità da amministratori indipendenti o da amministratori non esecutivi, purché in maggioranza indipendenti e con il Presidente indipendente. Una raccomandazione specifica ha previsto, peraltro, che, nel caso in cui l'emittente sia controllato o soggetto ad altrui coordinamento e direzione, il Comitato debba essere formato soltanto da amministratori indipendenti. Inoltre, in ogni caso, almeno un componente deve aver maturato un'adeguata esperienza in materia contabile e finanziaria o di gestione dei rischi (7.P.4).

In linea con uno degli obiettivi generali dell'intera revisione del Codice di autodisciplina, ovvero sia quello di assicurare la massima semplificazione degli oneri gravanti sugli emittenti, il Codice ha stabilito che il CdA possa scegliere di non istituire il Comitato controllo e rischi, attribuendosi direttamente le relative funzioni; le motivazioni di tale scelta dovranno, peraltro, essere esplicitate e motivate nella Relazione annuale sul governo societario.

Infine, nell'ottica di assicurare il coordinamento con gli interventi normativi succedutisi nel tempo e, in particolare, per allinearsi a quanto disposto dal d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, di attuazione della Direttiva 2006/43/CE sulla revisione legali dei conti¹²⁸, la novella del Codice del 2011 ha eliminato ogni riferimento alla vigilanza in materia di revisione legale, precedentemente di competenza del Comitato per il controllo interno (art. 8 Codice di autodisciplina del 2006).

A seguito del recepimento della citata Direttiva, infatti, tale attribuzione spetta oggi al Collegio sindacale che svolge, nel nostro ordinamento, le funzioni del "Comitato per il controllo interno e la revisione contabile" richiesto dalla disciplina comunitaria.

d. Il responsabile della funzione di *internal audit*

La novella del 2011 ha operato alcune importanti modifiche anche con riferimento alla figura del responsabile della funzione di *internal audit*¹²⁹, caratterizzandola in modo più specifico rispetto alle edizioni precedenti del Codice (nelle quali coincideva con il soggetto preposto al controllo interno)¹³⁰.

128 Direttiva 2006/43/CE relativa alle "Revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati che modifica le Direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio e abroga la Direttiva 84/253/CEE del Consiglio".

129 Il Codice, nell'art. 7, *sub* Commento, descrive la funzione di *internal audit* come la "attività di verifica generale sulla struttura e sulla funzionalità dei controlli interni". Una definizione particolarmente autorevole della funzione è quella approvata dal Board of Directors dell'Institute of Internal Auditors, secondo la quale "l'Internal Auditing è un'attività indipendente ed obiettiva di assurance e consulenza, finalizzata al miglioramento dell'efficacia e dell'efficienza dell'organizzazione. Assiste l'organizzazione nel perseguimento dei propri obiettivi tramite un approccio professionale sistematico, che genera valore aggiunto in quanto finalizzato a valutare e migliorare i processi di controllo, di gestione dei rischi e di corporate governance".

130 Il criterio applicativo 8.C.7. della precedente edizione del 2006 del Codice prevedeva, infatti, che "l'emittente istituisce una funzione di internal audit. Il preposto al controllo interno si identifica, di regola, con il responsabile di tale funzione aziendale".

Tale figura svolge l'importante funzione di verificare che il sistema di controllo e gestione dei rischi sia operativo e idoneo, attraverso un "*piano di audit, approvato dal CdA, basato su un processo strutturato di analisi e prioritizzazione dei principali rischi*" (7.C.5). Per svolgere efficacemente tali compiti gli è stato attribuito il potere di accedere direttamente a tutte le informazioni necessarie.

Inoltre, è tenuto a predisporre relazioni in merito all'idoneità del sistema di controllo interno con cadenza periodica (e ogni qualvolta si verificano eventi rilevanti) e a trasmetterle contestualmente a tutti i soggetti coinvolti nel sistema dei controlli (Presidente del CdA, Presidente del Collegio sindacale, Presidente del Comitato controllo e rischi e amministratore incaricato del sistema di controllo interno e gestione dei rischi), dando vita così ad un costante flusso informativo.

Data l'importanza del ruolo svolto dal responsabile della funzione di *internal audit*, il Codice ha delineato una serie di garanzie a tutela della sua "*spiccata indipendenza*"¹³¹, intesa soprattutto come autonomia di giudizio, sia nel caso in cui tale soggetto sia interno alla società sia in quello in cui il CdA scelga di affidare l'incarico a un soggetto esterno "*dotato di adeguati requisiti di professionalità, indipendenza e organizzazione*" (7.C.6).

Nella prima eventualità, ovverossia quando il responsabile della funzione di *internal audit* è scelto tra persone interne alla società, il Codice ha stabilito che egli non possa detenere alcuna responsabilità in aree operative e dipende gerarchicamente dal CdA.

Anche i procedimenti di nomina e revoca previsti, nei quali concorrono tutti i soggetti che svolgono un ruolo nel sistema dei controlli, sono tesi a garantire il rispetto dei canoni dell'indipendenza e della professionalità. In particolare, è previsto che il CdA nomini il responsabile dell'*internal audit* su proposta dell'amministratore incaricato del sistema di controllo interno, previo parere favorevole del Comitato controllo e rischi e sentito il Collegio sindacale, e che spetti allo stesso CdA la competenza a deliberarne la remunerazione.

e. Il Collegio sindacale

Il codice civile, come è noto, attribuisce al Collegio sindacale le funzioni di vigilare, oltretutto sull'osservanza della legge e dello statuto, anche "*sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento*" (art. 2403 c.c., come novellato dalla riforma del diritto societario del 2003).

Come già osservato con riferimento al CdA, il Codice di autodisciplina integra e specifica quanto stabilito dalla legislazione primaria, attribuendo al Collegio sindacale il compito specifico di vigilare sull'efficacia del sistema di controllo e gestione dei rischi (7.P.3.d) ponendolo, pertanto così, al "*vertice del sistema di vigilanza di un emittente*" (art. 7, *sub* Commento).

131 Con tali parole si esprime l'art. 7, *sub* Commento.

L'art. 7, *sub* Commento, precisa come il ruolo di vigilanza del Collegio Sindacale sia da intendersi come un "controllo di conformità alle norme, allo statuto e alle procedure interne", mentre gli altri organi deputati al controllo interno svolgono un "ruolo di valutazione anche di merito sull'adeguatezza degli assetti e sull'andamento della gestione", in ciò stando la loro netta differenza.

Le raccomandazioni del Codice che riguardano il Collegio sindacale sono contenute in parte, nell'art. 8 (già art. 10 del Codice del 2006), che disciplina le modalità di nomina e i requisiti dei singoli sindaci e, in parte, nell'art. 7, per quanto riguarda le competenze del Collegio sindacale nel sistema di controllo interno e gestione dei rischi¹³².

È stato soprattutto tale ultimo articolo (art. 7) ad essere stato oggetto di significative modifiche nella riforma del 2011, in linea con le novelle apportate al codice civile e al Testo Unico della Finanza dalla riforma del diritto societario del 2003 e della Legge sulla tutela del risparmio del 2005, le quali hanno condotto alle nuove formulazioni degli artt. 149 del TUF (*Doveri del Collegio sindacale*) e 2403 *bis* e 2405 c.c. (rispettivamente dedicati ai "Poteri del Collegio sindacale" e all'"Intervento alle adunanze del CdA e alle assemblee").

Conformemente alla *ratio* che ha animato tali riforme, il Codice di autodisciplina del 2011 ha attribuito al Collegio sindacale la funzione di effettuare un controllo preventivo e continuativo e, quindi, non soltanto un mero controllo *ex post*¹³³. Come ha chiarito il Comitato per la CG nell'art. 7 *sub* Commento, al Collegio sindacale spetta "un compito di vigilanza anche preventiva e non meramente *ex post*, che si traduce in una verifica sui processi il cui esito va portato all'attenzione degli

132 Per completezza si riporta quanto raccomandato dal Codice nel citato articolo 8, non oggetto di particolari modifiche nel 2011: "(8.P.1) I sindaci agiscono con autonomia ed indipendenza anche nei confronti degli azionisti che li hanno eletti; (8.P.2) L'emittente predispone le misure atte a garantire un efficace svolgimento dei compiti propri del collegio sindacale; (8.C.1) I sindaci sono scelti tra persone che possono essere qualificate come indipendenti anche in base ai criteri previsti dal presente Codice con riferimento agli amministratori. Il collegio verifica il rispetto di detti criteri dopo la nomina e successivamente con cadenza annuale, esponendo l'esito di tale verifica nella relazione sul governo societario con modalità conformi a quelle previste per gli amministratori; (8.C.2) I sindaci accettano la carica quando ritengono di poter dedicare allo svolgimento diligente dei loro compiti il tempo necessario; (8.C.3) Il sindaco che, per conto proprio o di terzi, abbia un interesse in una determinata operazione dell'emittente informa tempestivamente e in modo esauriente gli altri sindaci e il presidente del consiglio di amministrazione circa natura, termini, origine e portata del proprio interesse; (8.C.4) Nell'ambito delle proprie attività, i sindaci possono chiedere alla funzione di internal audit lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative od operazioni aziendali; (8.C.5) Il collegio sindacale e il comitato per il controllo interno e rischi si scambiano tempestivamente le informazioni rilevanti per l'espletamento dei rispettivi compiti".

133 Ad esempio, la *ratio* dell'art. 2405 c.c., che impone ai sindaci di assistere alle adunanze del Consiglio di amministrazione, alle assemblee e alle riunioni del Comitato esecutivo, sta nella necessità di assicurare che ai sindaci sia consentito acquisire una conoscenza diretta e rapida delle vicende sociali ed esercitare "una più diretta attività preventiva di fronte ad eventuali illegalità ed abusi": così, G. Cavalli, *Il collegio sindacale*, in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale, La Società per azioni*, II, (a cura di) G. Cavalli, M. Marulli, C. Silveti, Utet, Torino, 1996, 806; sul punto si vedano anche nello stesso senso: G. Cavalli, *Art. 149*, in *Testo Unico della Finanza: Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, Utet, Torino, 2002, 1244; S. Fortunato, *Art. 149*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) G. Alpa e F. Capriglione, Cedam, Padova, 1998, 1372; C. Rabitti Bedogni, *Art. 149*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria: commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, (a cura di) c. rabitti bedogni, Giuffrè, Milano, 1998, 786; p. magnani, *Art. 149*, *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza: Commentario*, Tomo II, (a cura di) P. Marchetti e A. Bianchi, Giuffrè, Milano, 1999, 1724.

amministratori, affinché essi adottino le misure correttive eventualmente necessarie", anche attraverso proposte di miglioramento *ex ante*.

Tale scelta denota un deciso *favor* per un maggiore coinvolgimento del Collegio sindacale in molti procedimenti interni, anche al fine di poter comunicare costantemente agli amministratori competenti ad agire i risultati del proprio controllo: ad esempio è raccomandata la partecipazione dei sindaci (e non solo del Presidente dell'organo) ai lavori dei comitati per la remunerazione e a quello per il controllo e i rischi. Inoltre, al Collegio sindacale, per il tramite del suo Presidente, sono comunicati tutti gli esiti delle verifiche del responsabile dell'*internal audit* (7.C.5.f).

Infine, la novella del 2011, nell'ottica di semplificare e razionalizzare il sistema integrato di controllo interno, ha invitato gli emittenti a valutare l'opportunità di attribuire direttamente al Collegio sindacale le funzioni dell'organismo di vigilanza previsto dal d.lgs. 231/2001¹³⁴ al fine di vigilare sul funzionamento e l'osservanza dei modelli di organizzazione e di gestione idonei a prevenire i reati societari commessi da soggetti apicali della società (art. 6, co. 1, lett. b)¹³⁵.

Anche in questo secondo caso, il Codice persegue l'obiettivo di allinearsi alle evoluzioni normative, dal momento che, recentemente, il Legislatore ha previsto tale possibilità, lasciando all'emittente la possibilità di scegliere se seguire tale indicazione (ed evitare duplicazioni e sovrapposizioni) oppure discostarsene¹³⁶.

Problemi aperti

PARTE TERZA

Dall'analisi sin qui svolta sull'evoluzione del Codice di autodisciplina in materia di governo societario, che ha abbracciato oltre un decennio, emerge chiaramente come l'autoregolamentazione abbia avuto importanti effetti positivi nel nostro ordinamento.

In linea con le funzioni tradizionalmente riconosciute all'autoregolazione, infatti, il Codice di autodisciplina:

- a. ha correttamente ed efficacemente svolto la funzione di integrazione delle fonti tradizionali del diritto, elaborando raccomandazioni che rappresentano *best practices* da seguire per le società quotate. Sotto tale profilo, il Codice ha posto in essere anche un'importante opera di specificazione del diritto prodotto dalle fonti di rango superiore, dettando raccomandazioni che dettagliano e danno un contenuto operativo ad alcune norme del codice civile e nel Testo Unico della Finanza;

134 Decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, recante "Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300".

135 Art. 7, sub Commento.

136 Si veda in proposito la legge 12 novembre 2011, n. 183, recante "Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (Legge di stabilità 2012)", il cui art. 14, co. 12, ha aggiunto all'art. 6 del d.lgs. 231/01 il comma 4 bis che prevede che: "Nelle società di capitali il collegio sindacale, il consiglio di sorveglianza e il comitato per il controllo della gestione possono svolgere le funzioni dell'organismo di vigilanza di cui al comma 1, lettera b)".

- b. si è posto come un "laboratorio" di soluzioni innovative che, spesso, sono state successivamente recepite anche dalla legislazione di rango primario e secondario; ciò in linea con quello che viene da tempo riconosciuto dalla dottrina come uno dei compiti specifici dell'autodisciplina, ossia la funzione "anticipatoria" di soluzioni legislative¹³⁷;
- c. si è mostrato uno strumento efficace per l'introduzione in Italia di quelle *best practices* maturate in contesti internazionali e contenute espressamente in Raccomandazioni della Commissione europea¹³⁸.

A fronte dei citati aspetti positivi derivati dall'introduzione (e dal successivo aggiornamento) del Codice di autodisciplina, occorre, peraltro, evidenziare come, in Italia ma anche a livello internazionale, rimangano aperti due problemi di fondo che possono condizionare la reale utilità per il mercato delle iniziative di autodisciplina, legati alla qualità dell'informativa al mercato sull'adesione ai codici e all'effettiva implementazione dei principi ai quali le società dichiarano di voler aderire (ossia il problema dell'adesione effettiva e non solo formale ai codici).

Infatti, la circostanza per cui alcune società possano fornire informazioni inadeguate o generiche rispetto all'adesione al Codice di autodisciplina (o, peggio, non dichiarare nulla in proposito) ovvero dichiarare di aderire allo stesso ma, di fatto, applicarlo solo in parte o in maniera diversa da quanto dichiarato, determina un funzionamento non corretto del meccanismo della sanzione di mercato su cui si basa la *ratio* stessa dell'adozione di codici di autodisciplina. Affinché la sanzione del mercato sia possibile, è infatti necessario che l'informazione resa dalle società quotate sia in grado di fornire un quadro completo e dettagliato delle scelte compiute in materia di governo societario e sia tale da permettere di valutare compiutamente le motivazioni che sorreggono i disallineamenti rispetto alle condotte raccomandate e i comportamenti alternativi adottati. Il mercato deve poi essere in grado di valutare la reale e concreta applicazione dei principi ai quali le società dichiarano di volere aderire.

Vi sono quindi, come detto, due profili distinti che condizionano la reale efficacia e utilità per il mercato delle iniziative di autodisciplina. Il primo è quello della qualità della comunicazione al mercato e della precisione e analiticità delle informa-

137 In questo senso si vedano M. Stella Richter Jr., *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, in *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, (a cura di V. Tombari), Giappichelli, Torino, 2008, 97, secondo cui: "assistiamo ad un imponente transito di regole, presidi e istituti dalla (migliore) pratica commerciale alle raccomandazioni autoregolamentari e poi dai codici di autoregolamentazione alla legge"; E. Wymeersch, *Enforcement of Corporate Governance Codes*, op. cit., 20 il quale afferma che "flexibility, adaptability, allowing experimentation and innovation are most of the time mentioned as the reasons for preferring voluntary instruments"; P. Montalenti, in *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Rivista delle Società*, 5/6, 2006, il quale afferma che "i codici di autodisciplina hanno, in primo luogo, il pregio di (tentare di) indurre comportamenti virtuosi attraverso l'adozione spontanea di regole, anziché mediante la rigidità dell'imposizione normativa. Ciò può consentire un adeguamento progressivo, condiviso, non subito e perciò, sul medio periodo, probabilmente effettivo"; concorde anche A. Moscarini, *Le fonti dei privati*, in *Giur. Cost.*, 2, 2010, 1895 ss, per la quale "il titolo di legittimazione (...) è costituito dal consenso, dalla capacità persuasiva dei modelli di riferimento".

138 P. Schlesinger, *Il codice di autodisciplina per le società quotate*, op. cit., 1455 ss., afferma che se già l'elaborazione del TUF aveva "contribuito in modo decisivo a far crescere l'apprezzamento anche internazionale nei confronti del modello di governo societario valido nel nostro Paese, vi era certo ancora spazio per meglio allinearsi ai più elevati standard internazionali".

zioni contenute nelle Relazioni sulla *corporate governance*, mentre il secondo è quello della effettiva adesione alle raccomandazioni contenute nel Codice e dei rimedi apprestati dall'ordinamento in caso di mancata applicazione di raccomandazioni alle quali le società dichiarano di volere aderire.

1 La qualità dell'informativa al mercato sull'adesione ai codici di autodisciplina

In Italia, così come in alcuni altri paesi dell'Unione europea, la scelta di prevedere per legge il principio del *comply or explain*, indicata peraltro dalla normativa comunitaria, è un elemento che può contribuire a rafforzare la qualità dell'informativa al mercato¹³⁹. In particolare, come prima evidenziato, il nostro ordinamento prevede che le società quotate debbano rendere pubblica al mercato la scelta di avere aderito o meno a codici di comportamento in materia di governo societario e, in caso di adesione, quali tra le condotte raccomandate dal codice adottato siano state effettivamente applicate (*comply*) e da quali (e per quali ragioni) invece la società ha scelto di discostarsi (*explain*).

Con il recepimento dalla Direttiva 2006/46/CE, che, come visto, ha sancito l'obbligo per le società quotate europee di redigere una relazione sul governo societario e ne ha armonizzato i contenuti minimi¹⁴⁰, numerosi ordinamenti europei hanno assegnato all'autorità di vigilanza sui mercati finanziari poteri di *enforcement* finalizzati a garantire il rispetto degli obblighi dettati dalla direttiva stessa. In particolare, in

139 Le scelte operative degli Stati membri nel recepimento della Direttiva 2006/46/CE, che ha sancito in capo alle società quotate l'obbligo di redigere la relazione sul governo societario, prevedendone i contenuti minimi - tra cui il *comply or explain* - sono state tuttavia diverse: a) alcuni Stati hanno ritenuto che non fosse necessario predisporre alcun atto normativo o regolamentare per dare attuazione alla direttiva comunitaria, dato che le regole di quotazione domestiche già contenevano l'obbligo per le quotate di dichiarare quale codice di comportamento in materia di governo societario avessero adottato e il principio del *comply or explain* (Danimarca, Irlanda e Romania); b) alcuni Stati hanno ritenuto sufficiente la circostanza che il riferimento al codice di governo societario adottato e al *comply or explain* fossero già contenuti nello stesso codice di comportamento vigente (Svezia, Cipro, Estonia, Finlandia, Lussemburgo); c) alcuni Stati membri hanno preferito adottare un duplice approccio regolatorio, lasciando alle regole di quotazione il compito di prevedere l'obbligo delle quotate di dichiarare quale sia il codice adottato e introducendo nella legislazione primaria il rispetto del principio del *comply or explain* (Regno Unito, Austria, Bulgaria, Lettonia, Lituania, Polonia, Slovacchia e Slovenia); d) altri Stati membri hanno scelto di imporre per via legislativa entrambi gli obblighi, ovvero sia il riferimento al codice adottato e il *comply or explain* (Francia, Germania, Portogallo, Spagna, Olanda e Ungheria). Sul tema si veda lo studio commissionato dalla Commissione europea *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, del 2009, e i principi enunciati dall'EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM, in *Statement of European Corporate Governance Forum on the Comply-or-Explain Principle* (http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf), tra i quali viene affermato quello secondo cui al fine di rendere effettivo l'approccio del *comply or explain* si rende necessario: "- a real obligation to comply or explain. Depending on the countries, this obligation can result from corporate law, from the regulatory authority, or from listing standards;- a high level of transparency, with coherent and focused disclosures; - a way for shareholders to hold company boards (unitary or dual) ultimately accountable for their decisions to comply-or-explain and the quality of their disclosures".

140 Si tratta del riferimento al codice di governo societario cui la società è soggetta o ha scelto volontariamente di applicare, di tutte le informazioni pertinenti in merito alle prassi di governo societario applicate al di là degli obblighi previsti dal diritto nazionale, dei motivi della scelta di discostarsi da alcune parti del codice adottato, della descrizione delle caratteristiche principali dei sistemi di controllo e gestione del rischio in relazione all'informativa patrimoniale, della descrizione del funzionamento dell'assemblea e, infine, della composizione e del funzionamento degli organi di amministrazione, gestione e controllo e dei loro comitati.

Italia, il d.lgs. 173/2008, di attuazione della Direttiva 2006/46/CE, ha attribuito alla Consob il potere di comminare una sanzione amministrativa agli amministratori, ai componenti dell'organo di controllo e ai direttori generali di società quotate che abbiano omesso di indicare nella relazione sulla *governance* le informazioni previste dall'art. 123 *bis*, co. 2, lett. a) del TUF (art. 192 *bis* TUF): la condotta sanzionata dalla disposizione in questione è quindi il mero fatto materiale della omessa indicazione, nella relazione sulla *governance*, delle informazioni in merito al codice adottato e ai motivi di una sua mancata o parziale applicazione nonché le pratiche di governo societario effettivamente applicate, al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari, senza che la funzione di vigilanza possa in alcun modo avere a riferimento la qualità dell'informativa resa, in termini di analiticità, livello di dettaglio e chiarezza. Poteri analoghi sono assegnati, ad esempio, alle autorità di vigilanza in Francia e nel Regno Unito¹⁴¹.

In casi verosimilmente estremi e residuali, tuttavia, l'informativa di una società che si presentasse a tal punto lacunosa, approssimativa o sintetica da non permettere al mercato di compiere alcuna valutazione significativa del sistema di *governance* concretamente implementato potrebbe essere assimilata ad una condotta omissiva, sanzionabile, nel nostro ordinamento, ai sensi dell'art. 192 *bis* del TUF.

La legittimità di tale equiparazione appare rafforzata, invero, anche dalla disposizione dell'art. 2392 c.c., ai sensi della quale gli amministratori delle società sono tenuti ad adempiere i propri doveri "con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze". Dal combinato disposto delle due citate disposizioni potrebbe desumersi, in casi eccezionali, la possibilità di considerare il fatto della redazione di una Relazione di *governance* dalla quale il mercato non potesse desumere dati significativi, come un comportamento negligente dell'amministratore, ovvero una condotta assimilabile alla omissione *tout court*.

Il riconoscimento del ruolo privilegiato degli azionisti nella valutazione della qualità dell'informativa resa dalle società - con attivazione delle autorità pubbliche come *extrema ratio* - è una posizione condivisa dalla maggioranza degli altri Paesi europei, nonché dall'autorevole Gruppo di esperti di diritto commerciale europeo (ECLE)¹⁴².

141 Si veda lo studio commissionato dalla stessa Commissione europea e pubblicato il 23 settembre 2009: *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*. In Francia, la legge assegna all'autorità di vigilanza sui mercati finanziari (AMF) anche il compito di monitorare lo stato di attuazione del codice attraverso la redazione di una specifica relazione annuale (AMF, *AMF 2010 Report on corporate governance and executive compensation*). Nel Regno Unito, invece, il compito di monitorare l'attuazione del codice di autodisciplina è assegnato all'organo di autoregolamentazione delle società di revisione, il *Financial Reporting Council* (FRC), che a partire dal 2003 è anche responsabile della pubblicazione e dell'aggiornamento del codice stesso (FRC, *The UK approach to corporate governance*, 2010); nelle sue relazioni annuali sull'attuazione del codice, l'FRC si avvale delle analisi svolte dalla società di revisione Grant Thornton.

142 Nella risposta al Libro Verde sulla *corporate governance* del 2011, il Gruppo di esperti di diritto commerciale europeo (*European Company Law Expert - ECLE*), pag. 3, affermano che "le società restano libere di prendere le distanze dalle best practice previste nei codici, qualora sussista una giusta ragione alla base della scelta operata e l'adeguatezza della motivazione dovrà sottostare al vaglio degli azionisti, piuttosto che dei tribunali o delle autorità di vigilanza".

Tale scelta deriva verosimilmente dal fatto che poteri di *enforcement* di natura pubblicistica sulla qualità dell'informativa sarebbero difficilmente attivabili con le necessarie connotazioni di oggettività ed evitando il rischio di valutazioni discrezionali o di un sindacato di merito sulle scelte societarie (tali, infatti, erano state le obiezioni sollevate dalla dottrina italiana in merito all'introduzione, con la Legge sulla tutela del risparmio del 2005, dell'art. 124 *ter* del TUF che aveva attribuito alla Consob sia la funzione di vigilare sulla veridicità delle informazioni rese sia il potere sanzionatorio per la condotta di "false informazioni", su cui vd. *supra* Parte prima, par. 1).

La Direttiva 2006/46/CE ha, inoltre, assegnato analoghi poteri/doveri di *enforcement* alla società di revisione, cui spetta il compito di verificare che sia stata concretamente elaborata la dichiarazione sul governo societario (art. 1, par. 7, co. 2, Dir. 2006/46/CE). In Italia, il d.lgs. 173/2008 ha recepito tale disposizione stabilendo, con il nuovo art. 123 *bis* co. 4 del TUF, che "*la società di revisione (...) verifica che sia stata elaborata una relazione sul governo societario*"¹⁴³. Anche in tale meccanismo di *enforcement*, come si desume chiaramente dal tenore letterale della disposizione, la verifica ha riguardo, esclusivamente, al fatto materiale dell'avvenuta redazione della relazione da parte della società quotata, senza che il controllo si spinga a sindacare, in alcun modo, la qualità delle informazioni in essa contenute.

In definitiva, i rimedi di natura pubblicistica in materia di informativa sulla *governance*, in Italia e nei principali ordinamenti europei, sono volti ad assicurare la mera disponibilità al mercato delle informazioni in materia previste dalla citata Direttiva e i controlli delle Autorità pubbliche non investono mai, se non in casi eccezionali, profili di merito legati alla valutazione della qualità dell'informativa. Tuttavia, rispetto a questa impostazione, vi sono eccezioni di rilievo rappresentate dai casi della Spagna e del Portogallo, dove il Codice di autodisciplina è formalmente emanato dalle stesse autorità di vigilanza che poi effettuano un incisivo controllo di qualità dell'informativa sulla *governance*, basato su un'interlocuzione con le società e su richieste di informativa supplementare che possono sfociare eventualmente in un'integrazione o revisione dell'informativa al mercato¹⁴⁴.

143 Tale dovere gravante sulle società di revisione è rafforzato dalla generale previsione che ne stabilisce la responsabilità solidale (con gli amministratori) per i danni causati dall'inadempimento di un proprio dovere nei confronti della società che ha conferito l'incarico, dei suoi soci e dei terzi (art. 15, decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39, recante "Attuazione della Direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le Direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, e che abroga la Direttiva 84/253/CEE", il quale, come è noto, ha riunito in un unico testo normativo tutte le disposizioni sulla revisione legale, abrogando, contestualmente, numerosi articoli della Sezione VI, Parte II, Titolo III del TUF, dedicata alla revisione legale dei conti).

144 In Spagna, la legge 26/2003, del 17 luglio 2003 ha introdotto l'obbligo di fornire al mercato informazioni in merito alle pratiche di governo societario attraverso la redazione della relazione annuale sul governo societario di cui ha disciplinato il contenuto minimo che include il grado di adesione alle raccomandazioni dettate dai codici in materia di governo societario e la spiegazione dell'eventuale mancata osservanza, in ossequio al principio del *comply or explain* (art. 116, co. 4, legge 26/2003). L'ordinanza del Ministero dell'Economia del dicembre 2003 (ECO/3722/2003) di attuazione della legge 26/2003 ha riconosciuto all'autorità di vigilanza sui mercati finanziari (CNMV) il potere di riunire in un unico testo normativo le raccomandazioni esistenti in materia di governo societario, in modo da creare un *benchmark* cui le società quotate potessero fare riferimento per la redazione della relazione sul governo societario (art. 1, co. 1, lett. f) Ordinanza ECO/3722/2003); sulla scorta di tale mandato, la CNMV ha pubblicato il 19 maggio 2006 il "*Unified Good Governance Code*". Nella medesima ordinanza è specificato che la CNMV effettua un controllo di completezza ma anche di qualità della *disclosure*, dal momento che rientra tra i poteri dell'Autorità di

Il tema della qualità dell'informativa al mercato sull'adesione a codici di autodisciplina rimane quindi una questione di *policy* centrale e ciò è confermato dal fatto che tale problematica è stata esplicitamente affrontata anche dalla Commissione europea nell'ambito del citato Libro Verde sul governo societario del 2011 (cfr., in particolare, il capitolo n. 3 intitolato "L'approccio 'rispetta o spiega' - monitorare e attuare i Codici di governo societario").

In tale documento, la Commissione europea, prendendo le mosse dai risultati di una ricerca effettuata nel 2008, ha evidenziato carenze nell'attuazione del principio del *comply or explain* per le società che decidono di discostarsi dalle raccomandazioni dei codici¹⁴⁵ e ha auspicato, in generale, una migliore qualità delle informazioni contenute nelle relazioni sulla *corporate governance*¹⁴⁶. Il tema della qualità dell'informativa può riguardare, infatti, anche le società che dichiarano di essere perfettamente *compliant* a tutte le raccomandazioni dei codici ma solo attraverso un approccio cosiddetto *box-ticking*, non motivando in maniera adeguata le ragioni di tale scelta o non illustrando in che maniera le raccomandazioni sono effettivamente implementate nella specifica realtà societaria¹⁴⁷.

vigilanza quello di chiedere alle società quotate di aggiungere alla pagina web nella quale sono riportate le informazioni sul governo societario eventuali informazioni o specificazioni tecniche e giuridiche ritenute opportune (art. 4, co. 3 Ordinanza ECO/3722/2003). Inoltre, la stessa legge 26/2003, nell'art. 116, co. 5, assegna alla CNMV il potere di irrogare sanzioni nei casi di mancata presentazione della relazione sul governo societario di omissioni di informazioni o di pubblicazione di dati fuorvianti o errati e di monitorare l'applicazione delle regole di governo societario, attraverso la raccolta di tutte le informazioni necessarie (che le società quotate sono tenute a trasmettere alla CNMV e a diffondere tramite un'apposita pagina web) e la diffusione al mercato di quelle informazioni che ritiene utili per rendere palese l'effettivo livello di conformità delle società quotate alle raccomandazioni del codice. In Portogallo, l'art. 245/A della legge sul mercato mobiliare, da un lato, disciplina l'informativa annuale in materia di *corporate governance*, stabilendo i contenuti minimi della relazione in materia di governo societario e, dall'altro, sancisce l'obbligo per le società quotate di rendere pubbliche le informazioni, rinviando ad un Regolamento dell'Autorità di vigilanza (la *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, CMVM). La CMVM è intervenuta più volte, da ultimo con il Regolamento CMVM n. 1/10, specificando la portata delle disposizioni legislative in materia di *disclosure* sull'adozione al codice di governo societario, di rispetto delle singole raccomandazioni e di spiegazione degli eventuali disallineamenti (*comply or explain*). Una peculiarità dell'esperienza portoghese sta nel fatto che, nell'Appendice al citato Regolamento, la CMVM ha dettato un *format* piuttosto analitico, al quale le società quotate devono, tendenzialmente, attenersi nella redazione della Relazione sul governo societario (possono discostarsene, tuttavia, rendendo pubblici i motivi di tale scelta e con la condizione di rendere, comunque, pubbliche tutte le informazioni rilevanti). Inoltre, la CMVM, già dal 2011 si era occupata di redigere delle Raccomandazioni in materia di *corporate governance* (Reg. CMVM n. 7/2001) che ha, successivamente, sistematizzato in un Codice di *good governance* nel 2007, revisionato, da ultimo, nel 2010, noto come *CVMC Corporate Governance Code*.

145 Si veda la ricerca commissionata dalla Commissione europea e pubblicata il 23 settembre 2009: *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, la quale ha rilevato una qualità "insoddisfacente" delle informazioni fornite al mercato dalle società che decidono di discostarsi dalle raccomandazioni dei codici vigenti nei rispettivi Paesi.

146 Libro Verde della Commissione europea "Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario", 21. Il problema della qualità dell'informativa è stato evidenziato anche più recentemente nell'ambito di ricerche e analisi relativi a singoli ordinamenti. Ad esempio, in Francia l'autorità di vigilanza rileva come alcune delle spiegazioni fornite dalle società non possono ritenersi conformi al principio *comply or explain*, mentre alcune società non forniscono alcuna spiegazione sulla decisione di non aderire in tutto o in parte alle raccomandazioni del codice di autodisciplina (AMF, AMF 2010 *Report on corporate governance and executive compensation*). Nel Regno Unito, in base ad un'analisi delle società dell'indice FTSE350, la società di revisione Grant Thornton giudica la qualità dell'informativa adeguata per circa il 70% delle società, mentre una piccola percentuale di società omette l'informativa sulle ragioni della mancata adesione a una o più raccomandazioni del codice (cfr. FRC, *Development in corporate governance*, 2011).

147 Tale tema è stato sollevato, ad esempio, nel Regno Unito dal *Financial Reporting Council* (FRC, *What constitutes an explanation under "comply or explain"? Report of discussions between companies and investors*, febbraio 2012) che

Il Libro Verde della Commissione europea ha indicato come modello di riferimento cui tendere, definendolo un "esempio perfetto di obbligo preciso imposto alle società", la disciplina dettata da "The Swedish Corporate Governance Code". Da questo punto di vista, l'informativa richiesta alle società quotate svedesi risulta particolarmente analitica; lo stesso Codice di *corporate governance* prevede, infatti, che nella propria relazione sul governo societario "la società deve dichiarare chiaramente quali regole del Codice ha disatteso, spiegare le ragioni di ogni singola inosservanza e descrivere la soluzione adottata in alternativa"¹⁴⁸.

Anche il Regno Unito è recentemente intervenuto sulla qualità delle informazioni rese al mercato dalle società quotate in tema di adesione al Codice di autodisciplina, riformando (nel settembre 2012) il "UK Corporate Governance Code"¹⁴⁹ nella parte che riguarda il funzionamento del *comply or explain* e con la dichiarata intenzione di migliorare il contenuto della motivazione dovuta dalle società nei casi di mancata adesione alle *best practices* raccomandate.

In particolare, con la riforma è stato stabilito che se una società quotata ritenga che circostanze particolari rendano più opportuno porre in essere una condotta diversa rispetto a quella raccomandata dal Codice, la motivazione di tale disallineamento deve essere spiegata chiaramente, dando conto della coerenza della condotta alternativa posta in essere rispetto ai principi del Codice, nonché di come la stessa possa contribuire al buon governo societario, realizzando al contempo gli obiettivi aziendali e tenendo conto degli interessi degli azionisti. Inoltre, nel caso in cui dalla mancata *compliance* dovessero derivare rischi supplementari, la società sarà tenuta a descrivere quali comportamenti ha posto in essere per minimizzarli, indicando, altresì, nel caso in cui il disallineamento rappresenti soltanto una scelta momentanea legata a condizioni societarie particolari, il termine entro il quale intende riallinearsi a quanto previsto dal Codice¹⁵⁰.

In Italia, almeno in linea di principio, il problema della qualità dell'informativa per motivare la mancata adozione di previsioni del Codice o l'adozione di approcci alternativi assume una valenza minore, poiché le società che si discostano in tutto o in parte dal Codice costituiscono una quota limitata del listino. Infatti, in base alle rilevazioni effettuate da Assonime ed Emittenti Titoli s.p.a. sulle società quotate italiane al marzo 2011, il 16,8% dichiara di non avere applicato in tutto o in parte il Codice in esame (il 5% circa l'ha disapplicato integralmente e l'11,8% lo ha applicato solo in parte)¹⁵¹. Ciò tuttavia, come prima evidenziato, non implica automaticamente un giudizio generale positivo sulla qualità dell'informativa sulla *governance* per le

ha evidenziato la necessità che le spiegazioni siano calate nell'ambito specifico del contesto delle singole società e che si concentrino sul "how and why", privilegiando la massima chiarezza espositiva.

148 Cfr. art. 10.1, rubricato "Information on corporate governance", del "The Swedish Corporate Governance Code", in http://www.corporategovernanceboard.se/media/45322/svenskkodbolagsstyrn_2010_eng_korrigerad20110321.pdf.

149 The UK Corporate Governance Code è pubblicato a partire dal 2003 dal Financial Reporting Council (FRC) ed è noto anche come Combined Code poiché ha riunito il Cadbury Code, il primo Codice di autodisciplina in materia di corporate governance emanato nel 1992, e il successivo Greenbury Code del 1995.

150 Vd. The UK Corporate Governance Code 2012, Comply or Explain, p. 4.

151 Assonime, La corporate governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate, in Note e Studi, 1/2012, febbraio 2012 (Tav. 1 Appendice).

società che aderiscono integralmente al Codice, poiché eventuali attestazioni troppo generiche o sintetiche di adesione integrale a tutti i principi del Codice possono risultare poco informative o inadeguate rispetto all'esigenza di valutare l'assetto complessivo della *governance* dell'impresa, soprattutto là dove non indichino chiaramente quali azioni e quali misure organizzative sono state intraprese per attuare in concreto le raccomandazioni del Codice. Tuttavia, la stessa Assonime giudica generalmente soddisfacente la qualità e quantità delle informazioni fornite dalle società italiane¹⁵² sebbene non formuli giudizi specifici in merito alla qualità dell'informativa resa dalle società che hanno deciso di non applicare in tutto o in parte il Codice.

La tendenza ad un'adesione quasi generalizzata alla totalità delle raccomandazioni contenute nel Codice di autodisciplina evidenzia quella che può essere considerata una caratteristica in qualche modo peculiare della *governance* delle società quotate italiane nel confronto europeo¹⁵³; tale tendenza sembra peraltro porsi in contrasto con quello che dovrebbe essere uno degli elementi fondamentali dell'autodisciplina, ossia la possibilità di un'applicazione parziale e flessibile delle *best practice* raccomandate, facoltà, questa, che intende garantire che l'adesione degli emittenti alle raccomandazioni non sia frutto di un meccanismo standardizzato, ma derivi da una scelta autonoma e consapevole della singola società, coerente con le sue caratteristiche.

Inoltre, l'evidenza in merito all'adesione quasi generalizzata e totalitaria alle previsioni del Codice da parte delle società quotate italiane ha indotto alcuni studiosi a ricavare una "*certa impressione di ritualità*" dalla lettura delle relazioni sul governo societario pubblicate dalle società quotate italiane¹⁵⁴.

In Italia, come all'estero, oltre alla codificazione in norme di rango primario dell'obbligo del *comply or explain*, si è cercato di rafforzare la qualità dell'informativa al mercato attraverso iniziative del settore privato volte a definire *format* standardizzati e predefiniti per la compilazione delle relazioni sulla *corporate governance*.

In particolare, Borsa Italiana s.p.a., sin dal 2003, si è fatta promotrice della individuazione di standard per la redazione delle relazioni sul governo societario da parte delle società quotate¹⁵⁵. All'epoca, tali standard (contenuti nelle "*Linee Guida*

152 Assonime, *La corporate governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate*, op. cit., 23.

153 A tale riguardo si segnala come, ad esempio, nel Regno Unito le società quotate aderiscono al "*The UK Corporate Governance Code*" in maniera più flessibile e "personalizzata" rispetto a quanto avviene in Italia, tant'è che nel 2010 soltanto il 50% delle società quotate nel FTSE 350 (l'indice composto dai 350 emittenti con maggiore capitalizzazione) dichiara di aderire integralmente alle disposizioni del *Code* (Cfr. Financial Reporting Council, *Development in Corporate Governance Code*, 2011, 11, in base ad una ricerca effettuata dalla Grant Thornton). Tuttavia, l'80% delle società che deviano dal codice lo fanno solo per uno o al massimo 2 delle 48 raccomandazioni in esso contenute. In definitiva, quindi, il tasso di adesione al Codice è complessivamente molto elevato. In Francia, invece, su un campione di 60 società analizzate dall'autorità di vigilanza nel 2010, il 60% si discosta da una o più raccomandazioni dei codici di autodisciplina (AMF, *AMF 2010 Report on corporate governance and executive compensation*).

154 P. Marchetti, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, op. cit., 37 ss. Assonime, invece, nella "*Analisi dello stato di attuazione del Codice di autodisciplina delle società quotate (Anno 2010)*", in *Note e Studi*, 3/11, rileva "*indizi di una maggiore maturità nella valutazione - da parte degli emittenti - delle raccomandazioni del Codice di autodisciplina*" (p. 8) e afferma che "*l'adesione al Codice sta, dunque, diventando una decisione meno scontata e più matura*" (p. 19). Considerazioni analoghe sono contenute in "*La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate (Anno 2011)*", op. cit., p. 9 e 23.

155 Si ricorda, peraltro, che nel 2003 l'obbligo di redigere una "relazione sul sistema di corporate governance" non era

per la redazione della relazione annuale in materia di corporate governance"), da considerarsi non vincolanti, si proponevano semplicemente "di offrire un utile punto di riferimento, sia per gli emittenti che per il mercato, rispettivamente nella predisposizione e nella comprensione della relazione in oggetto"¹⁵⁶.

Successivamente, nel 2007, in vista dell'introduzione nella normativa primaria dell'obbligo di pubblicare la relazione sulla *corporate governance* e di aderire al principio *comply or explain* per effetto del recepimento della citata Direttiva 2006/46/CE, Borsa Italiana s.p.a., per supportare gli emittenti nella redazione delle Relazioni sulla *corporate governance*, ha elaborato un vero e proprio "Format"¹⁵⁷.

Anche tale *Format* rappresenta uno strumento non vincolante, né esplicitamente raccomandato da Borsa Italiana, ma semplicemente "utile ai fini della predisposizione o della verifica di tale relazione", supportando le società quotate nella redazione di relazioni intellegibili, complete e di buona qualità. Un elemento chiave della creazione di tale *Format* è stato proprio la volontà di "evitare un approccio *comply/non comply*, privilegiando piuttosto un approccio '*comply - come*'/'*non comply - perché*'", sottolineando, all'interno dell'articolato, la necessità di motivare adeguatamente le scelte operative che si discostavano dalle raccomandazioni del Codice e le condotte alternative concretamente poste in essere¹⁵⁸.

In definitiva, rispetto all'esigenza di garantire un'elevata qualità delle relazioni di *governance*, in Italia e negli altri ordinamenti europei, i rimedi sono rimessi essenzialmente all'iniziativa privata e, in ultima analisi, alla sanzione del mercato, mentre i rimedi di natura pubblicistica sono volti essenzialmente ad assicurare la mera disponibilità al mercato delle informazioni in materia previste dalla disciplina comunitaria e non investono profili di merito legati alla valutazione della qualità dell'informativa stessa (salvo i casi della Spagna e del Portogallo, dove le Autorità di vigilanza hanno invece un ruolo attivo nei controlli di qualità dell'informativa sulla *governance*).

ancora contenuto nel TUF, ma previsto all'interno delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana.

156 Cfr. Premessa Linee Guida 2003, in http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/lineeguida2003_.pdf.htm.

157 Successivamente, tale *Format* è stato aggiornato: una prima volta nel 2010, includendo nell'Appendice alcune tabelle riassuntive circa la composizione e il funzionamento degli organi societari, nell'ottica di rendere le Relazioni sempre più chiare per il mercato; una seconda volta, nel febbraio del 2012 "per tenere conto, in particolare, degli sviluppi in tema di operazioni con parti correlate, di esercizio dei diritti degli azionisti, di funzioni del collegio sindacale e di trasparenza delle remunerazioni di amministratori e dirigenti con responsabilità strategiche" (Vd. Premessa alla Terza edizione del *Format* per la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari di Borsa Italiana s.p.a.).

158 Vd. premessa Prima edizione *Format*, 2008. In relazione a tale *Format* Assonime, nella "Analisi sullo stato di attuazione del Codice di autodisciplina (...)" riferita al 2010, ha rilevato due dati interessanti: da un lato, che il 74% delle società quotate ha seguito il *Format* per redigere la propria relazione (percentuale in costante aumento rispetto dato che nel 2009 e nel 2008 avevano utilizzato il *Format*, rispettivamente, il 58% e il 47% degli emittenti); dall'altro, che tra la dimensione della società e l'utilizzo del *Format* esisteva una chiara correlazione. In particolare, "le società maggiori hanno sovente preferito non seguire il *Format* (o seguirlo solo parzialmente: la percentuale di adozione del *Format* scende infatti al 53% nel FTSE Mib), mentre per le realtà di minori dimensioni la percentuale di coloro che la utilizzano è più alto: 79% presso le *Small cap*, 92% presso le *Micro cap*". In definitiva Assonime rileva che "le Relazioni sono oggi più complete, più facilmente leggibili e più trasparenti, sia in caso di adesione alle raccomandazioni del Codice, sia nelle ipotesi di eventuale mancata adesione" e che, in media, "l'informazione [fornita al mercato in materia di governo societario] è stabilizzata su un buon livello", sottolineando come "un contributo rilevante è venuto dalla pubblicazione della seconda edizione del "Format per la relazione sul governo societario".

Nel citato libro verde sulla *corporate governance* del 2011, la stessa Commissione Europea aveva sottoposto a consultazione l'ipotesi di rendere l'informativa contenuta nelle relazioni di *governance* soggetta a un controllo più incisivo da parte delle autorità di vigilanza, ricomprendendola esplicitamente fra le "informazioni regolamentate" ai sensi della Direttiva *Transparency* (Direttiva 2004/109/CE, art. 2, par. 1, lettera k)¹⁵⁹, così assegnando alle autorità ampi poteri di *enforcement* utilizzabili per realizzare un efficace controllo di qualità dell'informativa stessa¹⁶⁰.

Le risposte alla consultazione hanno fatto emergere un parere complessivamente negativo in merito a questa ipotesi, sia da parte di operatori di mercato che di governi nazionali (particolarmente critici su tale ipotesi sono l'ESMA, il Regno Unito e la Germania, mentre più aperta è la posizione dell'autorità di vigilanza francese), pur confermando un giudizio negativo sulla qualità dell'informativa sull'adesione ai codici. La motivazione di fondo che accomuna molte delle citate risposte sembra essenzialmente riconducibile al fatto che l'informativa sulla *governance* è diretta essenzialmente agli azionisti e che questi, qualora non la ritengano sufficientemente chiara o esaustiva, hanno a disposizione ampi strumenti di reazione previsti dagli ordinamenti nazionali per esercitare pressioni sul Consiglio di amministrazione o per chiedere chiarimenti e approfondimenti in assemblea.

Il tema della qualità dell'informativa sulla *governance* è stato poi ripreso nel piano d'azione della Commissione europea sul diritto societario e la *corporate gover-*

159 L'art. 2, paragrafo 1, lettera k), della Direttiva 2004/109/CE definisce informazioni previste dalla regolamentazione "tutte le informazioni che l'emittente, o qualsiasi altra persona che abbia chiesto l'ammissione di valori mobiliari alla negoziazione in un mercato regolamentato senza il consenso dell'emittente, è tenuto a comunicare a norma della presente direttiva, dell'articolo 6 della Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), o delle disposizioni legislative, regolamentari o amministrative di uno Stato membro adottate ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 1 della presente direttiva".

160 La Direttiva 2004/109/CE prevede all'art. 4 che: "Ciascuna autorità competente è dotata di tutti i poteri necessari all'adempimento delle sue funzioni. Ha quanto meno il potere di: a) esigere che i revisori, gli emittenti, i possessori di azioni o di altri strumenti finanziari o le persone fisiche o giuridiche di cui agli articoli 10 e 13, e le persone che li controllano o che sono da essi controllate, trasmettano informazioni e documenti; b) imporre all'emittente di rendere pubbliche le informazioni di cui alla lettera a) con i mezzi ed entro i termini che l'autorità ritiene necessari. L'autorità competente può pubblicare tali informazioni di propria iniziativa qualora gli emittenti, o le persone che li controllano o sono da essi controllate, non lo facciano e dopo aver sentito l'emittente; c) imporre ai dirigenti degli emittenti e dei possessori di azioni o di altri strumenti finanziari, o delle persone fisiche o giuridiche di cui agli articoli 10 e 13, di notificare le informazioni previste dalla presente direttiva o dalla legislazione nazionale adottata in attuazione della presente direttiva e, se necessario, di fornire ulteriori informazioni e documenti; d) sospendere o richiedere che il mercato regolamentato interessato sospenda la negoziazione di valori mobiliari per un massimo di dieci giorni per volta, se ha motivi ragionevoli di sospettare che le disposizioni della presente direttiva, o della legislazione nazionale adottata in attuazione della presente direttiva, siano state violate dall'emittente; e) proibire la negoziazione in un mercato regolamentato se accerta che le disposizioni della presente direttiva, o della legislazione nazionale adottata in attuazione della presente direttiva, sono state violate o se ha motivi ragionevoli di sospettare che le disposizioni della presente direttiva siano state violate; f) controllare che l'emittente comunichi le informazioni tempestivamente al fine di garantire al pubblico un accesso effettivo e a pari condizioni in tutti gli Stati membri in cui sono negoziati i valori mobiliari e prendere le iniziative appropriate in caso contrario; g) rendere pubblico il fatto che un emittente, o un possessore di azioni o di altri strumenti finanziari o una persona fisica o giuridica di cui agli articoli 10 e 13, non ottempera ai suoi obblighi; h) appurare che le informazioni di cui alla presente direttiva siano stilate conformemente al pertinente quadro di presentazione fissato per le stesse e prendere le misure appropriate nel caso si accertino violazioni; e i) effettuare ispezioni in loco nel proprio territorio conformemente alla legislazione nazionale, allo scopo di verificare il rispetto delle disposizioni della presente direttiva e delle sue misure di esecuzione. Se necessario in base alla legislazione nazionale, la o le autorità competenti possono avvalersi di tale potere mediante ricorso all'organo giurisdizionale competente e/o in cooperazione con altre autorità".

nance del dicembre 2012¹⁶¹, dove, a valle della consultazione del citato Libro verde, la Commissione esprime un chiaro orientamento in favore di un intervento comunitario sul tema in questione già nel 2013, che, però, potrebbe assumere la forma di una Raccomandazione, piuttosto che di un vero e proprio intervento legislativo, che potrebbe forse definire delle linee guida per la predisposizione della relazione sulla *corporate governance* e che potrebbe pertanto portare anche ad una maggiore armonizzazione dei contenuti di tale documento a livello europeo. La stessa Commissione europea riporta di discussioni fra Stati membri in merito alla possibilità di emanare linee guida in materia (verosimilmente da parte delle autorità di vigilanza) anche a livello domestico.

2 L'effettiva implementazione delle raccomandazioni dei codici di autodisciplina alle quali le società dichiarano di volere aderire

Il problema della qualità dell'informativa è importante anche perché un'elevata qualità delle relazioni sulla *governance* consente più facilmente una verifica *ex post* della effettiva implementazione delle raccomandazioni dei codici di autodisciplina alle quali le società dichiarano di volere aderire. È chiaro, infatti, che più le relazioni sul governo societario sono dettagliate, analitiche e chiare e più è facile verificare a posteriori se le raccomandazioni dei codici vengono in concreto effettivamente applicate.

La questione della verifica dell'adesione sostanziale delle società quotate a quanto dichiarato sconta il fatto che un controllo di tale genere implica, necessariamente, l'accesso ad un ampio spettro di informazioni dettagliate e aggiornate sulla realtà societaria. Per tale motivo, l'analisi comparatistica mostra come la maggior parte dei Paesi europei abbia scelto di affidare tale verifica, in via prioritaria, all'iniziativa privata e ai controlli endo-societari (*private enforcement*) e, soltanto in via residuale e indiretta, alle autorità di vigilanza sui mercati finanziari¹⁶².

Una rilevante eccezione alla citata tendenza si realizza nell'ordinamento spagnolo, nel quale, tra i compiti istituzionali spettanti all'organo di vigilanza sui mercati, la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV), è stato espressamente ricompreso anche quello di vigilare sul rispetto degli obblighi in materia di *corporate governance* da parte delle società quotate, monitorando l'adesione delle stesse alle regole in materia di governo societario e comminando sanzioni per le violazioni più gravi¹⁶³.

161 Comunicazione della Commissione europea al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale e al Comitato delle Regioni n. COM(2012) 740]: *Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*.

162 Sul tema della preferenza per i meccanismi di *private enforcement*, Eddy Wymeersch, *Enforcement of Corporate Governance Codes*, op. cit., 20, rileva che: "In many jurisdictions the codes are voluntary, although not necessarily self regulatory: (...) Compliance is insured first and foremost by internal mechanisms: the board of directors and the management have to take responsibility for applying the code, under the guidance of the shareholders, acting individually or in the general meeting".

163 Si veda il citato studio commissionato dalla Commissione europea *Study on Monitoring and Enforcement Practices*

Se, come detto, l'*enforcement* è rimesso essenzialmente all'iniziativa privata (con modalità che saranno diffusamente illustrate oltre), ciò non toglie che in alcune circostanze il ruolo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari possa venire in rilievo, innanzitutto in quei casi in cui la difformità della dichiarazione resa al mercato rispetto alla realtà del governo societario sia tale da configurare un abuso di mercato e, in particolare, una "manipolazione del mercato". Come è noto, infatti, nella definizione di "manipolazione del mercato" fornita dall'art. 1 della Direttiva 2003/6/CE (c.d. *Market Abuse*), è ricompresa "la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti" e in ogni caso, "le definizioni di manipolazione di mercato sono adattate in modo da garantire la possibilità di includere nuovi tipi di attività che in base alla prassi costituiscono manipolazioni di mercato". Tuttavia, un potenziale ostacolo all'applicazione di tale fattispecie è legata al fatto che la manipolazione, per essere sanzionata, deve risultare *price sensitive*, ovvero, ai sensi dell'art. 185 del TUF, essere idonea a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, per cui sarebbe necessario dimostrare che l'informativa contenuta nella relazione di *governance* sull'adesione a raccomandazioni di codici di comportamento, poi non effettivamente implementate, può avere un impatto significativo sui corsi azionari.

Infine, l'organo di vigilanza sui mercati finanziari può essere chiamato a rivestire un ruolo, seppure mediato e indiretto, con riferimento all'adesione sostanziale delle società quotate rispetto ai codici di *corporate governance*, in ragione della sua attività di vigilanza sugli organi endo-societari deputati ad effettuare, negli ordinamenti che lo prevedono, lo specifico tipo di controllo in esame.

Da questo punto di vista, l'Italia rappresenta sicuramente un caso particolare nel panorama europeo, poiché, come in precedenza illustrato, il Legislatore nazionale (con la Legge sulla tutela del risparmio del 2005) ha introdotto una disposizione che non trova un riscontro nell'ordinamento comunitario, affidando esplicitamente al Collegio sindacale il compito di vigilare "sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste dal codice di comportamento (...) cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi" (l'art. 149, co. 1, lett. c *bis* del TUF). In altre parole, con tale disposizione il Legislatore ha voluto affermare con chiarezza che spetta al Collegio sindacale, in coerenza con la sua funzione di controllo "globale"¹⁶⁴ e di "legalità sostanziale"¹⁶⁵ sull'amministrazione della società, "vigi-

in Corporate Governance in the Member States, 2009, 63: "In Spain, the CNMV is in charge of the monitoring proceedings related to corporate governance duties of listed companies. The CNMV's main responsibilities regarding corporate governance issues are: the monitoring of adherence to corporate governance regulations (including the company reports), gathering any additional information it may consider necessary to duly implement its task; the publication of any information it may consider necessary about the extent of compliance of corporate governance duties by listed companies; the initiation and investigation of penalty proceedings concerning corporate governance duties (eg. in case of untrue, false, or misleading information); the imposition of sanctions for infringements concerning corporate governance duties".

164 G. F. Campobasso, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, 2, Utet, Torino, 2002, 413.

*lare affinché le società quotate attuino effettivamente le regole di corporate governance dettate dai codici cui hanno aderito*¹⁶⁶.

In questo quadro normativo si innesta poi la funzione di vigilanza e il connesso potere sanzionatorio esercitabile dalla Consob nei confronti del Collegio sindacale (nonché del Consiglio di sorveglianza e del Comitato per il controllo sulla gestione) – ai sensi dell'art. 193, co. 3 del TUF – nei casi in cui siano commesse irregolarità nell'adempimento dei propri doveri (quali appunto quelli previsti dal citato art. 149 del TUF), per cui può affermarsi che nel nostro ordinamento sussiste una particolare modalità di *enforcement* pubblico indiretto o di secondo grado che si concretizza nella vigilanza della Consob sul soggetto tenuto, a sua volta, a controllare la rispondenza tra l'adesione dichiarata e quella effettiva.

Come accennato, tuttavia, quasi tutti gli ordinamenti europei hanno preferito affidarsi, in via prioritaria o pressoché esclusiva, a meccanismi di *private enforcement* per tutelare l'esigenza della rispondenza tra quanto dichiarato dalle società in materia di governo societario e il sistema concretamente posto in essere, meccanismi attivabili sia dalle società di gestione dei mercati che da soggetti privati interni alla società stessa.

Tale scelta, da un lato, trova il suo fondamento nella natura, nella quantità e nella qualità delle informazioni che la società è tenuta a fornire al mercato e alle società di gestione dei mercati, da cui originano rimedi la cui attivazione spetta alle stesse società di gestione; dall'altro, gli ordinamenti europei hanno ritenuto opportuno estendere l'applicazione dei tradizionali strumenti endo-societari generali anche a questioni relative alla *corporate governance*, dal momento che le condotte poste in essere dagli amministratori relativamente a tali aspetti possono, in alcuni casi, ledere direttamente diritti soggettivi dei soci, degli azionisti e dei creditori.

Di seguito verranno passati in rassegna i rimedi di natura privatistica tipici del nostro ordinamento, simili per altro a quelli esistenti in altri paesi europei¹⁶⁷, incominciando da quelli attivabili dalle società di gestione dei mercati.

Si può parlare, infatti, di un meccanismo di *enforcement* privato attivabile da Borsa Italiana s.p.a. con riferimento a specifici obblighi contrattuali che gravano sulle società che hanno azioni quotate nel segmento Star del Mercato telematico azionario organizzato e gestito dalla stessa Borsa Italiana s.p.a..

Il Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a. stabilisce che il rispetto di una serie di raccomandazioni dettate dal Codice di autodisciplina (in materia di composizione del CdA, indipendenti, remunerazione e comitati

165 G. Cavalli, *I sindaci*, in *Trattato delle società per azioni*, (diretto da) G. E. Colombo e G. B. Portale, Giuffrè, Torino, 1988, 5, 94 ss..

166 I. De Angelis, *Art. 149*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, (a cura di) M. Fratini e G. Gasparri, op. cit., II, 2007.

167 Si veda la citata ricerca commissionata dalla Commissione europea e pubblicata il 23 settembre 2009: *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*.

interni)¹⁶⁸ sia un pre-requisito necessario per accedere alla qualifica d'eccellenza e una condizione per mantenerla nel tempo [art. 2.2.3, co. 3 lett. j) – k) Regolamento Mercati]; data tale premessa, lo stesso Regolamento dei Mercati attribuisce a Borsa Italiana il potere di escludere dalla qualifica Star le azioni, delistando la società quotata, nel caso in cui le condizioni vengano a mancare (art. 2.2.3, comma 10). Sembra potersi affermare, pertanto, da un lato, che per il settore Star il rispetto (cioè l'adesione sostanziale nei confronti) alle regole fondamentali del Codice di autodisciplina (e la contestuale corretta informativa al mercato in materia) sia una condizione essenziale per mantenere la qualifica di eccellenza, e, dall'altro, che Borsa Italiana abbia il potere/dovere di procedere alla costante verifica dell'adesione in concreto al Codice, e, pertanto, alla conformità di quanto dichiarato e quanto concretamente posto in essere¹⁶⁹.

Nella seconda categoria di meccanismi di *private enforcement* rientrano, come accennato, gli strumenti ordinari previsti dalla tutela civilistica: come noto, questi sono caratterizzati dalla finalità di porre rimedio a comportamenti illegittimi posti in essere dagli amministratori della società, essendo esperibili nel momento in cui la violazione di un loro dovere si sia già realizzata e sia, altresì, ravvisata l'esigenza di eliminarne le conseguenze giuridiche dal mondo del diritto.

Sotto il particolare profilo che qui interessa, bisogna, anzitutto, chiedersi se sia configurabile la violazione di un dovere specifico da parte degli amministratori che pongono in essere comportamenti che si discostano da quanto dichiarato in materia di adesione al Codice di autodisciplina e di *compliance* alle singole raccomandazioni dettate: soltanto configurando la violazione di un dovere giuridico, infatti, può considerarsi applicabile la tutela civilistica ordinaria.

La configurabilità del dovere giuridico degli amministratori di agire in conformità a quanto dichiarato in materia di governo societario, implementando un sistema che sia coerente rispetto a quanto affermato, sembra potersi desumere dall'art. 149, co. 1, lett. c *bis*) del TUF che, come già visto, prevede il dovere del Colle-

168 In particolare, l'art. 2.2.3 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a. (la cui ultima edizione è entrata in vigore il 15 ottobre 2012) prevede che "Al fine di ottenere e mantenere la qualifica di Star, gli emittenti devono: k) Applicare, per quanto riguarda la composizione del consiglio di amministrazione nonché il ruolo e le funzioni degli amministratori non esecutivi e indipendenti, i principi e i criteri applicativi previsti dagli articoli 2 e 3 del Codice di autodisciplina; Borsa Italiana definisce nelle Istruzioni criteri generali per la valutazione dell'adeguatezza del numero degli amministratori indipendenti. L'entrata in vigore della disciplina è subordinata all'esplicito assenso della Consob; l) applicare per quanto riguarda l'istituzione e il funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione i principi e i criteri applicativi previsti dall'articolo 4 del Codice di autodisciplina; m) applicare per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori i principi previsti dall'articolo 6 del Codice di autodisciplina e i criteri applicativi 6.C.4, 6.C.5 e 6.C.6; n) aver nominato un comitato controllo e rischi in conformità a quanto previsto dal principio 7.P.4. e con le funzioni di cui ai criteri applicativi 7.C.1 e 7.C.2 del Codice di autodisciplina".

169 Per completezza rispetto al ruolo rivestito da Borsa Italiana si noti come essa svolge un ulteriore ruolo di *enforcement*, seppur con riferimento al diverso profilo della tutela della disponibilità delle informazioni sul mercato, nel momento in cui una società quotata presenti domanda di ammissione alla quotazione. Tra i documenti da produrre, infatti, le Istruzioni al Regolamento dei Mercati, prevedono una "Relazione contenente il confronto del sistema di governo societario dell'emittente con le raccomandazioni proposte dal Codice di autodisciplina delle società quotate" (con l'obbligo aggiuntivo di comunicare tempestivamente ogni eventuali modifica intervenuta tra il momento dell'invio della relazione e quello dell'ammissione a quotazione); vd. SEZIONE IA.1.1: Documentazione da produrre a seguito della presentazione della domanda di ammissione alla quotazione per emittente non avente strumenti finanziari ammessi alla quotazione in borsa italiana, 1.11.

gio sindacale di vigilare sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario cui la società ha dichiarato di aderire.

Esistendo, infatti, il dovere del Collegio sindacale di vigilare in tal senso, simmetricamente deve ritenersi esistente anche il dovere dell'organo di amministrazione di agire nella medesima direzione, assicurando che le modalità di concreta attuazione del Codice di autodisciplina siano conformi rispetto alle dichiarazioni rese al mercato; ragionando diversamente, difatti, verrebbe a perdere di significato la specifica vigilanza prevista in capo al Collegio sindacale (con conseguente lesione del principio generale della conservazione degli atti giuridici, ai sensi del quale le norme giuridiche devono interpretarsi nel senso in cui possono avere qualche effetto, anziché in quello secondo cui non ne avrebbero alcuno).

Data tale premessa - per cui la mancata osservanza di dichiarazioni formalmente adottate configura una violazione di un dovere giuridico da parte degli amministratori¹⁷⁰ - si può ipotizzare l'applicabilità dei seguenti rimedi generali che l'ordinamento domestico appresta per le violazioni dei doveri da parte dell'organo di amministrazione della società, secondo il generale regime di responsabilità dettato dall'art. 2392 c.c. (per cui gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze):

a. il potere suppletivo del Collegio sindacale (art. 2406 c.c.)

Come è noto, il codice civile riconosce al Collegio sindacale il potere di convocare direttamente l'assemblea nei casi in cui siano ravvisati fatti censurabili di rilevante gravità e vi sia urgenza di provvedere (e, comunque, previa comunicazione al Presidente del CdA).

b. l'azione di responsabilità sociale (artt. 2393, 2393 bis)¹⁷¹

L'azione di responsabilità sociale è l'azione generale, di natura risarcitoria, riconosciuta alla società nei confronti degli amministratori che siano stati inadempimenti rispetto ai doveri che derivano dalla legge o dallo statuto: alla prima fattispecie, che prevede che l'azione sia promossa con una deliberazione assembleare (art. 2393 c.c.), il Legislatore ha affiancato, con la riforma del diritto societario, il caso in cui ad esercitare l'azione di responsabilità sia una minoranza qualificata dei soci (che rappresentano 1/5 del capitale sociale nelle società per azioni e 1/40 per quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio).

170 M. Stella Richter Jr., *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, op. cit., 103 e ss..

171 Sul punto si veda g. Presti, *Tutela del risparmio e Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2006, 1, 52, secondo il quale sarebbe difficile, peraltro, in sede giudiziale addivenire ad una quantificazione del danno sofferto a causa della non corretta rappresentazione del sistema di governo societario.

c. l'azione dei creditori (art. 2394 c.c.)

L'azione prevista dall'art. 2394 c.c. sancisce la responsabilità degli amministratori per i danni che il loro operato ha causato ai creditori sociali. L'ambito di applicazione della disposizione è tuttavia oggetto di dibattito giurisprudenziale e dottrinale, dal momento che ad una lettura più tradizionale, che propende per un'interpretazione strettamente letterale se ne è affiancata una più estensiva¹⁷².

La prima tesi - partendo dalla lettera della disposizione che afferma che gli amministratori sono responsabili verso i creditori sociali per l'inosservanza degli obblighi inerenti la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale - ritiene che l'interesse giuridico tutelato sia quello particolare dei creditori e che la responsabilità prevista sia di natura contrattuale. La seconda, invece, afferma che gli amministratori sarebbero responsabili nei confronti dei creditori sociali (anche) per la violazione del generale obbligo di diligenza e vigilanza sull'andamento della gestione, concludendo per una medesima estensione di tale responsabilità rispetto a quella che grava per gli amministratori nei confronti della società e per una sua natura extra-contrattuale¹⁷³.

Accedendo alla seconda interpretazione, pertanto, potrebbe dedursi l'esperibilità dell'azione prevista dall'art. 2394 c.c., nel caso in cui i creditori sociali abbiano subito un danno giuridicamente rilevabile in ragione della violazione da parte degli amministratori del dovere di agire in conformità con quanto dichiarato in materia di governo societario (anche in tal caso, in sede giudiziaria, vi sarebbero le medesime difficoltà, già accennate per l'azione di responsabilità sociale, con riferimento alla prova del nesso causale tra condotta e danno e alla stessa quantificazione del danno subito).

d. l'azione di classe (artt. 139 e ss. del Codice del consumo, d.lgs. 206/2005)¹⁷⁴

Un altro rimedio esperibile potrebbe essere l'azione di classe, introdotta nel nostro ordinamento - sulla scorta dell'esperienza delle *securities litigation* già diffuse negli ordinamenti statunitense e inglese - dal Codice del consumo del 2005 e recentemente novellata con la legge 27/2012¹⁷⁵.

La sua caratteristica principale è quella di riunire in un'unica azione i diritti omogenei di una "classe" (una categoria) di consumatori che abbia subito un danno derivante dalla lesione di un'identica situazione soggettiva da parte della medesima impresa. Potrebbe, quindi, ipotizzarsi la legittimazione a proporre un'azione di classe in capo agli azionisti che avessero effettuato degli investimenti in una società quotata, facendo affidamento sul livello di adesione al Codice di autodisciplina dichiarato

172 Sul dibattito si veda, per tutti, G. Bonfante, D. Corapi, I. De Angelis, V. Napoleoni, R. Rodorf, V. Salafia, *Sub art. 2394, Codice commentato delle società*, III, Ipsa, 2011, 924.

173 F. Galgano, *Il nuovo diritto societario, Trattato di diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2003.

174 Decreto legislativo 6 settembre 2005, n. 206, recante "Codice del consumo, a norma dell'art. 7 della l. 29 luglio 2003, n. 229".

175 Legge 24 marzo 2012, n. 27, recante "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 24 gennaio 2012, n. 1, recante disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività".

nella relazione di *governance*. Tale legittimazione si configurerebbe nel momento in cui la classe di azionisti avesse motivo di supporre la mancata aderenza sostanziale da parte degli amministratori rispetto alle raccomandazioni formalmente adottate e un conseguente danno giuridicamente risarcibile derivante dalla situazione di mancata *compliance* tra quanto dichiarato e quanto concretamente implementato in materia di governo societario. Rimarrebbe la difficoltà di provare in sede giudiziaria il nesso causale tra il danno subito e la mancata *compliance* sostanziale ai codici di governo societario.

e. la denuncia al tribunale, ovvero il controllo giudiziario sulle società di capitali (art. 2409 c.c.)

L'ultimo rimedio di natura civilistica previsto dall'ordinamento e potenzialmente esperibile anche nel caso in cui la discordanza tra l'informativa resa al mercato in materia di governo societario e il sistema concretamente implementato sia particolarmente grave, è la denuncia al tribunale, ovvero il controllo giudiziario sulle società di capitali (art. 2409 c.c.). Come è noto, l'art. 2409 c.c. rappresenta una norma di chiusura del sistema del diritto societario, dal momento che consente di porre rimedio a gravi irregolarità commesse dagli amministratori nella gestione della società, permettendo il ripristino della sua regolarità, nei casi in cui vi sia fondato sospetto che tali condotte possano provocare un danno alla società (o alle sue controllate).

Per affermare l'applicabilità del controllo giudiziario al caso di specie, bisogna, allora, preliminarmente definire il concetto di "grave irregolarità nella gestione" che, insieme alla dannosità, rappresenta il presupposto necessario per definire l'ambito di applicazione della norma. Secondo un'autorevole ricostruzione, per "irregolarità nella gestione" ai sensi dell'art. 2409 c.c. bisogna intendere la "conseguenza di violazioni da parte degli amministratori del loro dovere di agire, nell'ambito dei confini segnati dall'oggetto sociale, in modo informato e con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e delle loro specifiche competenze"¹⁷⁶: accedendo a tale, ampia, ricostruzione, non sembrano porsi ulteriori ostacoli al riconoscimento dell'applicabilità del rimedio in esame.

La particolarità del meccanismo previsto dall'art. 2409 c.c. sta nel fatto che l'intervento dell'autorità giudiziaria, sollecitato da una maggioranza qualificata dei soci (che rappresentino 1/10 del capitale sociale, o 1/20 nelle società che hanno ricorso al mercato del capitale di rischio) o dall'organo di controllo, risulta particolarmente incisivo, non essendo limitato al mero controllo esterno della società ma contemplando anche l'emanazione, da parte della stessa autorità giudiziaria, di provvedimenti destinati ad incidere direttamente sulla realtà societaria.

In particolare, a seguito della denuncia, il tribunale può ordinare l'ispezione della società (a meno che la società non decida di sostituire gli amministratori e i sindaci e i nuovi organi si attivino per accertare i fatti ed eliminare le eventuali violazioni), disporre direttamente i provvedimenti provvisori e convocare l'assemblea

176 V. Salafia, *Sub art. 2049*, in *Commentario alla riforma delle società*, (a cura di) P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2003, 307.

se accerta la sussistenza dei fatti denunciati; inoltre, nei casi più gravi, può anche revocare gli amministratori ed, eventualmente, anche i sindaci, e nominare un amministratore giudiziario.

Si noti, infine, che per le sole società che fanno ricorso al capitale di rischio l'iniziativa che dà il via al citato procedimento può derivare anche dal pubblico ministero (a seguito della riforma del diritto societario che ha limitato l'iniziativa del PM, prima prevista in maniera generale). Il fatto che l'ordinamento abbia avvertito l'esigenza di prevedere una legittimazione attiva del pubblico ministero nel prendere direttamente l'iniziativa è chiaro indice della sussistenza nella disposizione in esame di un interesse pubblico, quale quello della "*corretta amministrazione della società*"¹⁷⁷, in particolare quando questa fa ricorso al mercato di capitale del rischio, in armonia con il principio costituzionale della tutela del risparmio sancito dall'art. 47 della Costituzione.

Conclusioni

L'analisi svolta ha mostrato come l'autodisciplina in materia di *corporate governance* abbia avuto rilevanti effetti positivi sull'assetto complessivo della regolazione delle società quotate italiane, riconducibili essenzialmente a tre fattori. In primo luogo, l'autodisciplina ha costituito un "laboratorio di sperimentazione" e di anticipazione di alcune soluzioni innovative che sono state successivamente recepite nella regolazione pubblica. In secondo luogo, l'autodisciplina ha rappresentato un importante punto di riferimento per dare contenuto operativo e di dettaglio a norme civilistiche, soprattutto in materia di controlli interni e funzionamento dell'organo di amministrazione, facendo leva su *best practice* maturate in ambito internazionale. Infine, ma cosa non meno importante, l'autodisciplina ha rappresentato uno strumento per recepire in Italia principi e orientamenti contenuti in Raccomandazioni della Commissione europea.

Lo stesso sistema normativo italiano si è mostrato, sotto diversi aspetti, particolarmente attento a bilanciare correttamente il principio della libertà di organizzazione dell'impresa (art. 41 Cost.) con quello della tutela del risparmio (art. 47 Cost.). Da un lato, infatti, avere rimesso all'autodisciplina la funzione integrativa di norme primarie dettate dal codice civile e dal Testo Unico della Finanza in materia di governo societario appare del tutto coerente con i portati della libertà costituzionale di organizzazione dell'impresa. Dall'altro lato, l'apparato normativo (si pensi in particolare al recepimento a livello primario dell'obbligo del *comply or explain*) e i sistemi di *enforcement* apprestati dall'ordinamento (in particolare per ciò che riguarda il ruolo del Collegio sindacale) pongono, sotto diversi profili, la disciplina italiana in tema di *corporate governance* all'avanguardia nel contesto europeo sul piano della tutela degli investitori.

¹⁷⁷ Sul tema si veda, per tutti, B. Quatraro e E.Tosi, *Il controllo giudiziario delle società ex art. 2409 c.c.*, Giuffè, Milano, 1994, 3.

Tuttavia, le evidenze relative ad un'adesione generalizzata alla quasi totalità delle previsioni del Codice da parte delle società quotate italiane sembrano contrastare con lo spirito stesso del Codice, incentrato sulla flessibilità di applicazione e sulla libertà delle società di discostarsi dalle raccomandazioni dettate assicurando trasparenza al mercato attraverso il principio del *comply or explain*.

In prospettiva, il problema di maggiore rilievo a livello internazionale e sul quale si è recentemente concentrata anche l'attenzione della Commissione europea, è costituito dalla qualità dell'informativa al mercato, soprattutto nei casi in cui le società dichiarino di discostarsi dai principi raccomandati dall'autodisciplina (attraverso il meccanismo del cosiddetto *comply or explain*). I rimedi di natura pubblicitaria in materia di informativa sulla *governance*, in Italia e nei principali ordinamenti europei, sono volti essenzialmente ad assicurare la mera disponibilità al mercato delle informazioni in materia previste dalla disciplina comunitaria e non investono, se non in casi eccezionali, profili di merito legati alla valutazione della qualità dell'informativa (salvo i casi della Spagna e Portogallo). Rispetto all'ipotesi di un ruolo più attivo delle autorità di vigilanza nel controllo della qualità dell'informativa, le risposte alla consultazione sul Libro verde della Commissione europea sulla *corporate governance* del 2011 hanno evidenziato un orientamento complessivamente negativo, sia da parte del mercato che da parte di numerosi soggetti pubblici. Tuttavia, nel piano d'azione della Commissione europea sul diritto societario e la *corporate governance* del dicembre 2012¹⁷⁸ la Commissione ha ribadito che le carenze nella qualità dell'informativa sulla *governance* rappresentano una delle questioni di *policy* prioritarie in tema di diritto societario e *corporate governance* e che pertanto tale questione potrebbe essere oggetto di un'iniziativa comunitaria già nel 2013; tale intervento, tuttavia, potrebbe assumere la forma di una Raccomandazione, piuttosto che di un atto legislativo vincolante per gli Stati membri, che potrebbe, probabilmente, definire delle linee guida per la predisposizione della relazione sulla *corporate governance*.

Rimane poi aperto il problema dell'effettiva applicazione dei principi ai quali le società dichiarano di volere aderire; anche da questo punto di vista, in Italia come in altri paesi europei, i rimedi sono rimessi essenzialmente all'iniziativa privata (cosiddetto *private enforcement*) e ai meccanismi di controllo endo-societari. Da questo punto di vista, tuttavia, l'Italia rappresenta sicuramente un caso particolare nel panorama europeo, poiché il Legislatore nazionale (con la Legge sulla tutela del risparmio del 2005) ha introdotto una disposizione che non trova riscontro nell'ordinamento comunitario, affidando esplicitamente al Collegio sindacale il compito di vigilare sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi.

178 Comunicazione della Commissione europea al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale e al Comitato delle Regioni, n. COM(2012) 740: "Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies".

Bibliografia

- P. Abbadessa, *Nuove regole di governance nel progetto di legge sulla tutela del risparmio*, in *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Atti del Convegno, Napoli, 27-28 maggio 2005, Giuffrè, Milano, 2006.
- R.V. Aguilera e a. Cuervo-Cazurra, *Codes of Good Governance in Corporate Governance: an International Review*, Vol. 17, Issue 3.
- F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2003.
- Assonime, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate (Anno 2011)*, in *Note e Studi*, 1/2012, febbraio 2012.
- Assonime, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di autodisciplina delle società quotate (Anno 2010)*, in *Note e Studi*, 3/2011, marzo 2011.
- M. Baglioni e C. Presciani, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Le Società*, 8/9, 2012.
- G. Bianchi, *Gli amministratori di società di capitali*, Cedam, Padova, 2006.
- M. Bianchini e C. Di Noia, *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Egea, Milano, 2010.
- G. Bonfante, D. Corapi, L. De Angelis, V. Napoleoni, R. Rodorf, V. Salafia, *Sub art. 2394*, in *Codice commentato delle società*, III, Ipsoa, 2011.
- G.F. Campobasso, *Diritto commerciale: diritto delle società*, 2, Utet, Torino, 2002.
- D. Caterino, *Autodisciplina societaria e doveri del Collegio sindacale nella Legge sul risparmio*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, 4, 2008.
- G. Cavalli, *Il collegio sindacale*, in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale, La Società per azioni*, Tomo II, (a cura di) G. Cavalli, M. Marulli, C. Silvetti, Utet, Torino, 1996.
- G. Cavalli, *Art. 149*, in *Testo Unico della Finanza: Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, Utet, Torino, 2002.
- G. Cavalli, *I sindaci*, in *Trattato delle società per azioni*, (diretto da) G.E. Colombo e G.B. Portale, Giuffrè, Torino, 1988, 5.
- Comitato per la corporate governance, *Relazione Annuale*, 29 novembre 2012.
- R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2010.

- L. De Angelis, *Sub art. 149*, in *Il Testo Unico della Finanza*, II, (a cura di) M. Fratini e G. Gasparri, Utet, Torino, 2012.
- C. Di Noia e E. Pucci, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, in *Rivista di Diritto Societario*, 1, 2012.
- F. Ferrara Jr. e F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2009.
- S. Fortunato, *Art. 149*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di) g. alpa e f. capriglione, Cedam, Padova, 1998.
- F. Galgano, *Regolamenti contrattuali e pene private*, in *Contratto e Impresa*, 2001.
- F. Galgano, *Il nuovo diritto societario: Trattato di diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2003.
- N. Haskovec, *Codes of Corporate Governance*, Working Paper, Millstein Center for Corporate Governance and Performance, Giugno 2012.
- N. Irti, *Due temi di governo societario (responsabilità "amministrativa", Codici di autodisciplina)* in *Giurisprudenza Commerciale*, 6, 2003.
- F. La Manno, *Commento all'art. 124 ter*, in *Il Testo Unico della Finanza*, II, (a cura di) M. Fratini e G. Gasparri, Utet, Torino, 2012.
- A. Maffei Alberti, *Commentario breve al diritto delle società*, II, Cedam, Padova, 2011.
- P. Magnani, *Art. 149, La disciplina delle società quotate nel testo Unico della finanza: Commentario*, Tomo II, (a cura di) p. marchetti e a. bianchi, Giuffrè, Milano, 1999.
- P. Marchetti, *L'indipendenza degli amministratori*, in *La corporate governance e il risparmio gestito* (Assogestioni), maggio 2006.
- P. Marchetti, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Rivista delle società*, 1, 2012.
- M. Maugeri, *Regole autodisciplinari e governo societario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1, 2002.
- F. Mazzini, *Il Codice italiano di autodisciplina delle società quotate: prime osservazioni*, in *Studi e note di economia*, 3, 2001.
- A. Mignoli, *Le "partecipazioni agli utili" nelle società di capitali*, in *Studi di diritto privato*, Vol. 1, Giuffrè, Milano, 1966.
- G. Minervini, *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1956.
- P. Montalenti, *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Rivista delle Società*, 5/6, 2006.
- A. Moscarini, *Le fonti dei privati*, in *Giurisprudenza Costituzionale*, 2, 2010.

- A. Nisco, *False comunicazioni circa l'applicazione delle regole previste nei codici di comportamento delle società quotate*, in *Le nuove regole del mercato finanziario: la Legge 28 dicembre 2005, n. 262: Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, diretto da F. Galgano e F. Roversi Monaco, Cedam, Padova, 2009.
- Ocse, *Principles of Corporate Governance*, 1999, ult. ed. 2004.
- Ocse, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles*, 24 febbraio 2010.
- G. Presti, *Tutela del risparmio e Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2006.
- B. Quatraro e E. Tosi, *Il controllo giudiziario delle società ex art. 2409 c.c.*, Giuffrè, Milano, 1994.
- C. Rabitti Bedogni, *Art. 149*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria: commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, (a cura di) C. Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998.
- G. Rossi, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Rivista delle società*, I, 2006.
- V. Salafia, *Sub art. 2049*, in *Commentario alla riforma delle società*, (a cura di) P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2003.
- P. Schlesinger, *Il codice di autodisciplina per le società quotate*, in *Corriere Giuridico*, 12, 1999.
- M. Stella Richter Jr., *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, in *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, (a cura di) V. Tombari, Giapichelli, Torino, 2008.
- P. Troiano, *Informazioni sull'adesione a codici di comportamento: la disciplina attuativa*, in *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, (a cura di) De Luca e Martorano, Giuffrè, Milano, 2008.
- F. Vella, *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Banca impresa società*, 1, 1997.
- E. Wymeersch, *Enforcement of Corporate Governance Codes*, Working Paper, European Corporate Governance Institute (EGCI), n. 46, 2005.

Recenti pubblicazioni

- 2** – febbraio 2013
Quaderni giuridici L'autodisciplina in materia di *corporate governance*.
Un'analisi dell'esperienza italiana
S. Alvaro, P. Ciccaglioni, G. Siciliano
- 73** – gennaio 2013
Quaderni di finanza The impact of financial analyst reports on small caps prices in Italy
C. Guagliano, N. Linciano, C. Magistro Contento
- 72** – dicembre 2012
Quaderni di finanza Financial contagion during Lehman default and sovereign debt crisis.
An empirical analysis on Euro area bond and equity markets
M. Gentile, L. Giordano
- 5** – dicembre 2012
Discussion papers Il *trading* ad alta frequenza. Caratteristiche, effetti e questioni di *policy*
S. Alvaro, V. Caivano, S. Ciccarelli, G. Di Stefano, M. Fratini, M. Giliberti, N. Linciano, I. Tarola
- 1** – novembre 2012
Quaderni giuridici Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate
di S. Alvaro, G. Mollo, G. Siciliano
- 71** – ottobre 2012
Quaderni di finanza The determinants of government yield spreads in the euro area
di L. Giordano, N. Linciano, P. Soccorso
- 4** – luglio 2012
Discussion papers La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario
di N. Linciano, P. Soccorso
- 3** – luglio 2012
Discussion papers I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici
di S. Alvaro, P. Ciccaglioni
- 2** – dicembre 2011
Discussion papers L'*overpricing* dei *covered warrant*: evidenze per il mercato italiano
di E. Ciccone, L. Giordano, R. Grasso

- 70** – ottobre 2011
Quaderni di finanza Women on boards in Italy
di M. Bianco, A. Ciavarella, R. Signoretti
- 69** – luglio 2011
Quaderni di finanza L'impatto della frammentazione degli scambi azionari sui mercati regolamentati europei
di S.F. Fioravanti, M. Gentile
- 68** – maggio 2011
Quaderni di finanza La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori.
 Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità
Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma 4 giugno 2010
- 1** – febbraio 2011
Discussion papers *I credit default swap.*
 Le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario
di L. Amadei, S. Di Rocco, M. Gentile, R. Grasso, G. Siciliano
- 67** – luglio 2010
Quaderni di finanza Le obbligazioni emesse da banche italiane.
 Le caratteristiche dei titoli e i rendimenti per gli investitori
di R. Grasso, N. Linciano, L. Pierantoni, G. Siciliano
- 4** – aprile 2010
Position papers Aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo
- 66** – gennaio 2010
Quaderni di finanza Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori
retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale
di N. Linciano
- 65** – dicembre 2009
Quaderni di finanza Il rapporto tra le Sgr e gli "esperti indipendenti" nella fase di valutazione degli *asset* dei fondi
 immobiliari
- 3** – ottobre 2009
Position papers Gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti
Gruppo di lavoro Consob-Banca d'Italia
- 2** – ottobre 2009
Position papers Trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati *cash-settled*
- 64** – luglio 2009
Quaderni di finanza Le scelte di portafoglio degli investitori *retail* e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria
di M. Gentile, G. Siciliano