

Quaderni giuridici

Le linee di azione della Commissione europea in materia di *corporate governance* e i riflessi sull'ordinamento italiano

S. Alvaro, B. Lupini



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

3

aprile 2013



Quaderni giuridici

Le linee di azione della Commissione europea in materia di *corporate governance* e i riflessi sull'ordinamento italiano

*S. Alvaro, B. Lupini*



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

3

aprile 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](http://www.revelox.it)

## **Consob**

00198 Roma

Via G.B. Martini, 3

**t** 06.8477.1

**f** 06.8477612

**e** [studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it)

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

# Le linee di azione della Commissione europea in materia di *corporate governance* e i riflessi sull'ordinamento italiano

S. Alvaro\*, B. Lupini \*

## Abstract

Negli ultimi dieci anni la Commissione europea ha delineato un quadro generale di azione comunitaria per migliorare il diritto societario e le pratiche di *corporate governance* all'interno dell'Unione europea nella prospettiva di rafforzare l'economia reale, promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese europee a livello mondiale, nonché di rafforzare i diritti degli azionisti e la protezione dei terzi.

Tale processo di revisione, avviato con il Piano d'Azione per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2003, ha subito un'accelerazione negli ultimi anni a seguito dello svilupparsi della crisi economica e finanziaria globale e dell'ampia riflessione svolta sulle cause e sui fattori che hanno contribuito al suo verificarsi.

Nel 2010 la Commissione europea ha pubblicato il Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione con cui ha avviato una consultazione circoscritta alle banche e alle assicurazioni e, nel 2011, un secondo Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario avente ad oggetto una consultazione volta all'individuazione delle modalità per perfezionare e innovare il sistema di governo societario delle società quotate in Europa. Successivamente, nel 2012, è stata intrapresa un'ulteriore consultazione sul futuro del diritto societario europeo.

Gli esiti delle menzionate pubbliche consultazioni del 2010, del 2011 e del 2012 hanno quindi portato la Commissione a pubblicare, in data 12 dicembre 2012, il nuovo "*Piano d'Azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*", mediante il quale la Commissione europea ha voluto esporre le future linee di azione da perseguire sia nel settore della *corporate governance* delle società quotate sia in quello del diritto societario.

\* Consob, Divisione Studi, Ufficio Studi Giuridici. 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.

Il presente lavoro, dopo avere compiuto un'analisi delle singole questioni trattate nella consultazione seguita al Libro verde del 2011 ed illustrato le specifiche misure in materia di *corporate governance* annunciate nell'*Action Plan* del 2012, passa a valutare l'impatto che potranno avere le scelte compiute dalla Commissione europea con tale ultimo documento sul vigente quadro normativo e regolamentare italiano, al fine di esaminare le ricadute delle indicazioni fornite dalla Commissione europea in Italia.

Nonostante il Piano d'Azione non indichi nel dettaglio gli strumenti normativi che intenderà adottare, l'ordinamento italiano è dotato di norme di rango primario e secondario, nonché di regole di autodisciplina che, verosimilmente, in diverse materie indicate nello stesso Piano d'Azione, lo porranno in una situazione di allineamento rispetto alle indicazioni fornite dalla Commissione europea.

Si tratta, in particolare, delle seguenti materie: 1) la trasparenza delle società quotate sulle politiche retributive adottate, sulle remunerazioni concretamente riconosciute agli amministratori e sull'attribuzione agli azionisti del diritto di voto sulla politica retributiva societaria; 2) il controllo degli azionisti sulle operazioni con parti correlate; 3) la comunicazione da parte delle società quotate della politica in materia di diversità nella composizione del *board*; 4) la comunicazione della politica in materia di gestione dei rischi non finanziari; 5) l'identificazione degli azionisti; 6) la partecipazione azionaria dei dipendenti.

Viceversa nelle seguenti materie - rispetto alle quali la Commissione europea ha ipotizzato una modifica della Direttiva *Shareholders' right* - non si rinviene in Italia alcuna regolamentazione specifica, né di matrice pubblicistica né di matrice privatistica (ossia di autoregolamentazione): a) trasparenza delle politiche di voto adottate dagli investitori istituzionali nonché delle modalità del loro concreto esercizio; b) trasparenza e conflitto di interessi dei *proxy advisors*.

Non esistono allo stesso modo in Italia, come invece suggerito dalla Commissione nell'*Action Plan*, linee guida per garantire la qualità dell'informativa sul governo societario nella predisposizione della relazione sulla *corporate governance*.

Da ultimo si segnala che nella materia indicata dalla Commissione europea come la "*relazione tra la cooperazione tra gli investitori su questioni relative al governo societario e il concetto di 'azione concertata'*", molto probabilmente le scelte che saranno compiute a livello comunitario in tema di nozione di 'azione concertata' comporteranno la necessità di rivedere le norme italiane sia di rango primario che secondario.

# Indice

1	Le linee di azione della Commissione europea in materia di <i>corporate governance</i> nell'ambito del più ampio quadro europeo di modernizzazione del diritto dell'impresa	7
2	Il Libro verde sul governo societario del 2011: le questioni preliminari affrontate	11
3	Le tre macro-tematiche trattate nel Libro verde: l'organo di amministrazione, gli azionisti e il principio del " <i>comply or explain</i> "	18
4	L'organo di amministrazione	19
4.1	Presidente dell'organo di amministrazione e amministratore delegato: necessità o meno di distinguerne compiti e funzioni	21
4.2	La composizione del <i>board</i> : la diversità professionale, la diversa provenienza geografica e la diversità di genere	22
4.3	La disponibilità e l'impegno in termini di tempo	25
4.4	La valutazione dell'organo di amministrazione	27
4.5	La remunerazione degli amministratori	28
4.6	La gestione dei rischi	32
5	Gli azionisti	35
5.1	L'assenza di un impegno attivo adeguato da parte degli azionisti	36
5.2	Lo " <i>short-termism</i> " nei mercati finanziari	37
5.3	La relazione di agenzia tra gli " <i>asset owners</i> " e gli " <i>asset managers</i> "	39
5.4	Gli ulteriori potenziali ostacoli ad un impegno attivo da parte degli " <i>asset owners</i> "	43

5.5	I consulenti in materia di voto	46
5.6	L'identificazione degli azionisti	47
5.7	La tutela degli azionisti di minoranza	49
5.8	La partecipazione azionaria dei dipendenti	52
<b>6</b>	<b>Il meccanismo del “<i>comply or explain</i>”: monitoraggio e implementazione nei codici di governo societario</b>	<b>53</b>
6.1	Il miglioramento della qualità delle informazioni rese nella dichiarazione sul governo societario e del suo monitoraggio	56
<b>7</b>	<b>Il Piano d’Azione della Commissione europea del 12 dicembre 2012</b>	<b>59</b>
7.1	Le misure del Piano d’Azione da realizzare con <i>hard law</i>	65
7.2	Le future iniziative da tradurre in <i>soft law</i>	74
<b>8</b>	<b>L’impatto del Piano d’Azione sull’ordinamento italiano</b>	<b>77</b>
8.1	L’impatto sull’ordinamento italiano delle iniziative di <i>hard law</i> del Piano d’Azione	79
8.2	L’impatto sull’ordinamento italiano delle iniziative di <i>soft law</i> del Piano d’Azione	94
<b>9</b>	<b>Conclusioni</b>	<b>99</b>
	<b>Allegato</b>	<b>101</b>



## 1 Le linee di azione della Commissione europea in materia di *corporate governance* nell'ambito del più ampio quadro europeo di modernizzazione del diritto dell'impresa

Il 21 maggio 2003 la Commissione europea - con la Comunicazione COM(2003)284 "*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*" - ha trasmesso al Consiglio e al Parlamento europeo il proprio Piano d'Azione per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario<sup>1</sup>.

Con tale atto, che costituiva sostanzialmente la risposta alla relazione finale presentata il 4 novembre 2002 dal gruppo ad alto livello di esperti di diritto societario nominato dal Commissario Bolkestein e intitolata "*Un quadro normativo moderno per il diritto delle società in Europa*", la Commissione ha dato il via ad un ampio processo di revisione di lungo termine del quadro del governo societario delle imprese tramite una previa valutazione dell'efficacia del sistema normativo e autoregolamentare esistente in Europa in materia di *corporate governance*.

Tale piano ha delineato un quadro generale di azione comunitaria per migliorare il diritto societario e le pratiche di *corporate governance* nell'Unione europea<sup>2</sup> nella prospettiva di: a) rafforzare l'economia reale, b) promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese europee a livello mondiale, nonché c) rafforzare i diritti degli azionisti e la protezione dei terzi<sup>3</sup>.

Il processo di modernizzazione del quadro normativo europeo in materia di diritto delle società e di governo societario si è concretizzato tramite l'adozione di una serie di iniziative:

- le regole relative alle dichiarazioni sul governo societario sono state introdotte nella Direttiva contabile<sup>4</sup>;
- sono state adottate una Direttiva sull'esercizio dei diritti degli azionisti<sup>5</sup> e la decima Direttiva sul diritto societario relativa alle fusioni transfrontaliere<sup>6</sup>;

1 La Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo "*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*" è disponibile al seguente link: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:IT:HTML>. Successivamente sono state avviate alcune consultazioni volte a determinare le priorità di tale Piano d'Azione, disponibili in: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/consultation/consultation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/consultation/consultation_en.pdf).

2 Si ricorda anche che, in ragione del fatto che tale Piano d'Azione aveva espressamente riconosciuto l'importanza della consultazione degli esperti e del pubblico come parte integrante dell'elaborazione del diritto delle società e del governo societario a livello comunitario, la Commissione, con Decisione del 15 ottobre 2004 (2004/706/EC) ha istituito l'*European Corporate Governance Forum*, mentre con Decisione del 28 aprile 2005 (2005/380/CE) ha istituito un *Advisory Group*, ossia un gruppo di esperti non governativi in materia di governo societario e diritto delle società (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:126:0040:0042:IT:PDF>).

3 In questi termini si esprime il Piano d'Azione dell'Unione europea citato alla nota n. 1.

4 Quarta Direttiva del Consiglio del 25 luglio 1978 basata sull'articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del trattato e relativa ai conti annuali di taluni tipi di società (78/660/CEE).

5 Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

- la Commissione ha adottato due Raccomandazioni relative al ruolo degli amministratori indipendenti senza incarichi esecutivi delle società quotate e alla remunerazione degli amministratori delle società quotate<sup>7</sup>;
- sono state semplificate la seconda Direttiva sul diritto societario relativa alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del loro capitale sociale<sup>8</sup> e la terza e la sesta Direttiva sul diritto societario relative alle fusioni e scissioni<sup>9</sup>.

Tale processo, inoltre, è stato accelerato dalla recente crisi economica globale che, per la sua gravità ed i suoi effetti, ha indotto le pubbliche autorità a riflettere sulla reale forza degli istituti finanziari nonché sull'adeguatezza del loro sistema di vigilanza e regolamentazione rispetto all'innovazione finanziaria che caratterizza il mondo globalizzato.

Anche per questa ragione la Commissione europea ha fondato il proprio programma di riforma dei mercati finanziari e di prevenzione delle crisi proprio sul rafforzamento del governo societario, nella convinzione che una crescita sostenibile richieda necessariamente una presa di coscienza e una gestione sana dei rischi all'interno dell'impresa.

Nelle sue linee generalissime la strategia adottata dalla Commissione è stata ulteriormente compendiata nella Comunicazione "*Europa 2020 - Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*" del 3 marzo 2010<sup>10</sup>. Con essa è stato sollecitato un miglioramento del contesto in cui operano le imprese in Europa anche attraverso l'adattamento delle norme dell'Unione europea in materia di diritto delle società e di governo societario al contesto economico in evoluzione.

Poco dopo la pubblicazione di tale documento, ossia nel giugno del 2010, con la pubblicazione del **Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione**<sup>11</sup>, la Commissione ha quindi avviato una consultazione circoscritta ai soli istituti finanziari (in particolare alle banche e alle assicurazioni) in considerazione del duplice fatto che gli stessi: i) dispongono di un sistema di *governance* più articolato e complesso rispetto alle altre imprese comunitarie e ii)

6 Direttiva 2005/56/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali Direttiva 2005/56/CE.

7 Si tratta della Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza e della Raccomandazione 2004/913/CE della Commissione relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate.

8 Direttiva 2006/68/CE del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 77/91/CEE del Consiglio relativamente alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del loro capitale sociale.

9 Direttiva 2007/63/CE del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le Direttive 78/855/CEE e 82/891/CEE del Consiglio per quanto riguarda l'obbligo di far elaborare ad un esperto indipendente una relazione in occasione di una fusione o di una scissione di società per azioni; Direttiva 2009/109/CE Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive del Consiglio 77/91/CEE, 78/855/CEE e 82/891/CEE e la Direttiva 2005/56/CE per quanto riguarda gli obblighi in materia di relazioni e di documentazione in caso di fusioni e scissioni.

10 COM(2010)2020 in: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:2020:FIN:IT:PDF>.

11 Il Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione, adottato nel giugno 2010, è reperibile all'indirizzo: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:IT:PDF>.

rivestono un ruolo particolarmente rilevante nell'ambito del settore economico oltre che in relazione ai profili di stabilità del sistema finanziario.

Con la riferita consultazione la Commissione non ha solo inteso affrontare specifici temi di *governance* societaria, ma anche collegare questi temi alle sfide che gli istituti finanziari si trovano ad affrontare in questo periodo storico, alla rilevanza degli interessi delle parti coinvolte (quali depositanti, risparmiatori, etc.) e ai rischi che una situazione di crisi degli stessi può provocare per il sistema finanziario<sup>12</sup>, con l'idea di far emergere, accanto a soluzioni specifiche di *governance*, anche questioni di rilevanza generale per gli istituti finanziari<sup>13</sup>.

Già all'interno del citato Libro verde del 2010 sugli istituti finanziari, la Commissione aveva annunciato di voler avviare una più ampia riflessione sul governo societario di tutte le società quotate. Ed è così che, dopo solo un anno, la Commissione, il 5 aprile 2011, ha pubblicato un secondo **Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario**<sup>14</sup> (articolato in venticinque specifici quesiti rivolti agli Stati membri, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e a tutti i soggetti interessati) tramite il quale ha avviato una consultazione volta ad individuare modalità per migliorare e modernizzare l'attuale sistema di governo societario delle società quotate in Europa<sup>15</sup>.

- 12 In proposito si segnala che la Commissione, in occasione della pubblicazione del Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione, ha sostenuto che i punti deboli del governo societario degli istituti finanziari non hanno costituito di per sé la causa principale della crisi finanziaria, anche se la presenza di efficaci nonché tempestivi controlli ed equilibri all'interno del sistema di governo avrebbe contribuito a mitigarne gli aspetti peggiori (v. *Corporate Governance in Financial Institutions: Lessons to be drawn from the current financial crisis, best practices*, disponibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/sec2010\\_669\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/sec2010_669_en.pdf)). Come ha evidenziato il Rapporto del Gruppo De Larosière (*Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, pubblicato il 25 Febbraio 2009), che ha analizzato le cause della crisi finanziaria e formulato raccomandazioni allo scopo di individuare soluzioni concrete per un'ambiziosa riforma del sistema finanziario, i consigli di amministrazione e il *management* delle imprese finanziarie non hanno compreso le caratteristiche dei nuovi prodotti finanziari altamente complessi e ne hanno sottovalutato il rischio. In molti casi la funzione di sorveglianza del consiglio si è rivelata insufficiente e gli amministratori senza incarichi esecutivi sono risultati assenti o non in grado di contestare l'esecutivo. Criticità sono emerse nell'inattività degli investitori istituzionali, nella funzione di gestione del rischio e nelle inadeguate strutture remunerative dei *managers*, che hanno determinato un'eccessiva assunzione di rischi e brevi orizzonti di investimento.
- 13 Il Libro verde del 2010 ha portato all'individuazione di una sorta di quadro di governo rafforzato per tali enti, contenuta nel pacchetto della c.d. CRD IV. In particolare il Pacchetto CRD IV risulta composto dalla **Direttiva COM(2011)453** del Parlamento europeo e del Consiglio sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 2002/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario, e da un **Regolamento COM(2011)452** relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento.
- 14 Il Libro verde "*The EU corporate governance framework*" può essere consultato al seguente indirizzo: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:IT:PDF>. In via generale, il Libro verde costituisce uno strumento di riflessione su uno specifico tema, pubblicato dalla Commissione per avviare consultazioni pubbliche su determinate tematiche europee e raccogliere osservazioni necessarie per poter elaborare una proposta legislativa. Sulla base degli esiti di un Libro verde la Commissione adotta in genere Libri bianchi i quali, diversamente, contengono dettagliate proposte di azione comunitaria in un determinato settore. I Libri verdi rientrano nella categoria degli atti atipici, in quanto non sono contemplati tra gli atti giuridici previsti dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e, anche per questo, sono privi di efficacia vincolante.
- 15 Secondo la Commissione, anche alla luce della recente crisi economica e finanziaria, il governo societario e la responsabilità sociale delle imprese rappresentano elementi importanti per contribuire ad attribuire maggiore competitività alle imprese europee e per gettare le basi di un mercato unico solido e vincente, incentrato sui cittadini e volto a riconquistarne la fiducia. Nel contesto di una riforma generale del diritto societario in Europa, la Commissione-

Successivamente, nel febbraio 2012, la Commissione ha avviato una ulteriore **Consultazione sul futuro del diritto societario europeo**<sup>16</sup> la quale si è essenzialmente occupata:

- a) degli obiettivi e del campo di applicazione del diritto societario europeo;
- b) della questione della sua codificazione, oltre che delle problematiche concernenti il futuro delle forme giuridiche societarie nell'Unione europea (come lo statuto della società europea, della società cooperativa europea, il gruppo europeo di interesse economico e la proposta di statuto della società privata europea);
- c) della mobilità transfrontaliera delle società;
- d) dei gruppi di imprese;
- e) del regime patrimoniale delle società europee.

Infine, a dicembre del 2012, come preannunciato<sup>17</sup>, la Commissione, tirando le fila del Piano d'Azione per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario avviato nel 2003, ha varato un nuovo **Piano d'Azione in materia di diritto societario e di *corporate governance*** nel quale sono state delineate le nuove iniziative che la Commissione stessa intende intraprendere per modernizzare il quadro giuridico in cui operano le imprese<sup>18</sup>.

Il Piano d'Azione, che appare come una sorta di testo unico comunitario in materia societaria, indica tre principali linee d'intervento:

- a) il rafforzamento della trasparenza;
- b) la promozione dell'attivismo degli azionisti;
- c) il sostegno alla crescita e alla competitività delle imprese<sup>19</sup>.

ne non solo ha illustrato nel Libro verde le problematiche meritevoli di approfondimento ma ha contestualmente indicato la strategia da seguire e formulato le sue proposte per migliorare l'attuale situazione. Nel marzo 2012 è intervenuta la risoluzione del Parlamento europeo nella quale tale organo, nonostante abbia accolto positivamente la revisione del quadro dell'Unione europea in materia di governo societario avviata dalla Commissione con il Libro verde, ha formulato in proposito numerose osservazioni, deplorando in particolare sia l'esclusione di importanti argomenti dalla trattazione (quali il processo decisionale del consiglio di amministrazione, la responsabilità e l'indipendenza degli amministratori, i conflitti di interessi e la partecipazione degli azionisti) sia l'eccessiva concentrazione del documento comunitario sul sistema monistico, a scapito di quello dualistico. Si precisa che il Comitato economico e sociale europeo aveva reso, come richiesto dalla Commissione, il suo parere nell'ottobre 2011. In tale atto consultivo il menzionato comitato pur avendo salutato con favore la complessa iniziativa della Commissione finalizzata a migliorare il governo societario ma, tra le varie osservazioni formulate, ha criticato la stessa definizione di "governo societario" fornita dalla Commissione, suggerendo l'elaborazione di un concetto maggiormente incisivo e solido.

16 Per il testo della consultazione sul futuro del diritto societario europeo v. il seguente *link*: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2012/companylaw/questionnaire\\_it.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/companylaw/questionnaire_it.pdf).

17 In proposito si veda il comunicato stampa della Commissione del 20 febbraio 2012 disponibile all'indirizzo *Internet*: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-149\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-149_it.htm). La stessa Commissione, inoltre, aveva dichiarato, a seguito della risoluzione del Parlamento europeo sulla consultazione del febbraio 2012, di voler adottare ad ottobre 2012 una Comunicazione concernente future iniziative normative sia con riguardo alla materia del governo societario sia del diritto societario (cfr., in proposito, il *Follow up to the European Parliament resolution on a corporate governance framework for European companies*, adottato dalla Commissione europea il 12 giugno 2012).

18 L'Action Plan del 2012 è disponibile all'indirizzo: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:IT:HTML>.

19 Più in dettaglio gli obiettivi del Piano di Azione sono:

Con quest'ultimo documento si può affermare che la Commissione europea, come detto, abbia ultimato il percorso di revisione e perfezionamento del quadro di governo societario avviato nel 2003.

## 2 Il Libro verde sul governo societario del 2011: le questioni preliminari affrontate

Nell'ambito del piano della Commissione europea volto a rafforzare il governo societario all'interno dell'Unione europea il documento più importante risulta essere il Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario.

Ad esso ha fatto seguito un processo di consultazione (conclusosi il 22 luglio del 2011) i cui esiti sono stati "compendiati" in un *Feedback Statement*<sup>20</sup> (pubblicato in data 15 novembre 2011), all'interno del quale la Commissione ha esposto sinteticamente le posizioni espresse da autorità pubbliche, organismi professionali e singoli interessati (si tratta in totale di 409 contributi) rispetto a ciascuno dei venticinque

1. Rafforzamento della **trasparenza fra società quotate ed azionisti** nella prospettiva di un miglioramento della *corporate governance*, in particolare: i) aumento della trasparenza delle società relativamente alle politiche adottate per assicurare la diversità all'interno dell'organo di amministrazione e alla gestione dei rischi non finanziari, mediante una modifica della Direttiva 78/660/CEE sulla contabilità; ii) perfezionamento, eventualmente attraverso una raccomandazione, della qualità delle relazioni di *corporate governance* in particolare per migliorare la qualità delle spiegazioni fornite dalle società in caso di disapplicazione delle raccomandazioni del codice di governo societario; iii) maggiore identificazione degli azionisti da parte degli emittenti; sul punto la Commissione intende proporre nel 2013 un'iniziativa per promuovere la visibilità dell'azionariato in Europa nel contesto del suo programma di attività legislativa sulla detenzione intermediata di titoli (c.d. *Securities Law Directive*); iv) rafforzamento delle regole di trasparenza riguardo alle politiche di voto, di attivismo degli investitori istituzionali e dei resoconti di voto, se del caso per il tramite di una modifica della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti.

2. Promozione dell'**impegno a lungo termine degli azionisti**: i) aumento della trasparenza delle politiche retributive e delle singole remunerazioni degli amministratori nonché riconoscimento del diritto di voto agli azionisti sulla politica retributiva e sulla relazione relativa alle retribuzioni, mediante una eventuale modifica della Direttiva sui diritti degli azionisti; ii) rafforzamento del controllo degli azionisti sulle operazioni con parti correlate, intese come contrattazioni tra la società e i suoi amministratori ovvero azionisti di controllo, eventualmente tramite una modifica della Direttiva sui diritti degli azionisti; iii) introduzione di norme operative adeguate sui consulenti in materia di voto, nel contesto di una possibile revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti, nell'ottica di un miglioramento della trasparenza e dei conflitti di interesse; iv) chiarimento della nozione di "azione di concerto" per agevolare la cooperazione degli azionisti su questioni relative al governo societario; a tale scopo, la Commissione si propone di lavorare nel 2013 a stretto contatto con l'Esma nonché con le competenti Autorità nazionali per adottare orientamenti in materia; v) individuazione dei possibili ostacoli alla partecipazione azionaria transnazionale dei dipendenti e adozione di appropriate misure di incoraggiamento, in modo da rafforzare l'investimento a lungo termine.

3. Iniziative in ambito di **diritto delle società** con l'obiettivo di sostenere la crescita e la competitività delle imprese europee: i) ulteriore valutazione di un'eventuale iniziativa legislativa sul trasferimento transfrontaliero di sede sociale; ii) perfezionamento del meccanismo delle fusioni transfrontaliere e valutazione della possibilità di apportare modifiche alla Direttiva 2005/56/CE sulle fusioni transfrontaliere; iii) valutare, sulla base dell'analisi dell'applicazione della Direttiva sulle fusioni transfrontaliere, una misura legislativa sulla scissione transfrontaliera, eventualmente per il tramite di un emendamento alla citata Direttiva; iv) prosecuzione dei lavori sulla proposta di statuto della società privata europea al fine di incrementare le opportunità transfrontaliere delle piccole e medie imprese; v) campagna d'informazione sullo statuto della società europea e, eventualmente, della società cooperativa europea; vi) miglioramento delle informazioni in materia di società e riconoscimento del concetto di "interesse del gruppo".

Il Piano d'Azione prevede altresì la codificazione e fusione delle principali direttive sul diritto delle società in uno strumento unico per consentire una migliore accessibilità e comprensibilità.

20 Il *Feedback Statement. Summary of responses to the Commission Green paper on the EU corporate governance framework* è pubblicato in: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf). I contributi resi dai singoli partecipanti alla consultazione sono reperibili al *link* di seguito riportato: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index_en.htm).

quesiti della consultazione, senza peraltro esprimere alcuna indicazione sulle eventuali opzioni in punto di *policy* (cfr. All.).

Di seguito si cercherà di illustrare analiticamente i contenuti dei temi affrontati nel citato Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario indicando, altresì, in relazione a ciascun quesito posto dalla Commissione, la posizione assunta dalla maggioranza dei soggetti partecipanti alla consultazione, nonché le principali linee di tendenza emerse nel corso della consultazione stessa<sup>21</sup>.

Prima però di passare all'analisi dei singoli quesiti di cui si compone il Libro verde, occorre soffermarsi in via preliminare su due temi generali affrontati dalla Commissione.

Si tratta in particolare: a) della definizione del termine *corporate governance* e dell'individuazione delle fonti che regolano la materia nonché b) dell'individuazione dell'ambito soggettivo di applicazione di tali norme.

Il Libro verde ha voluto innanzitutto chiarire in modo esplicito che con il termine '*corporate governance*' il documento in consultazione si è voluto riferire espressamente al sistema di gestione e controllo della società ovvero all'insieme dei rapporti che collegano tra loro l'organo di amministrazione, gli azionisti e gli altri *stakeholders*<sup>22</sup>.

La *corporate governance*, in altre parole, è il sistema di gestione e controllo che, da un punto di vista economico, tende essenzialmente a risolvere tre tradizionali categorie di problemi di agenzia: a) quelli tra *management (agent)* e gli azionisti nel loro complesso (*principal*), qualora l'azionariato sia disperso; b) tra azionisti di controllo (*agent*) e non (*principal*), in una situazione di azionariato concentrato c) tra chi controlla la società (*agent*) e gli *stakeholders* diversi dai soci (sia in caso di azionariato concentrato o disperso).

21 Nel prosieguo del lavoro l'esposizione dei contenuti del *Feedback Statement*, che riepiloga gli esiti della consultazione pubblica e le opinioni ivi emerse, ove ritenuto necessario, verrà talora arricchita da una breve rappresentazione delle principali osservazioni formulate non solo da alcune autorità pubbliche oggetto di specifica disamina (quali organismi rappresentativi di Paesi come Germania, Regno Unito, Francia e Spagna) e dalla nuova Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), ma anche da riflessioni contenute in altri importanti contributi al dibattito. Verranno così riportati alcuni orientamenti espressi dai seguenti osservatori: i) Governo federale tedesco (*Bundesregierung-deutschland*); ii) Governo britannico (*UK Government*), che comprende il punto di vista dell'Autorità di vigilanza finanziaria inglese (*Financial Services Authority*); iii) Autorità di vigilanza finanziaria francese (*Autorité des Marchés Financiers*, in seguito anche "AMF"); iv) Delegazione spagnola nel gruppo europeo di diritto commerciale sul quadro del governo societario (*Spanish Delegation in EU Group of Company Law on corporate governance framework*); v) *Takeover Panel* (organo designato nel Regno Unito dal Governo di Sua Maestà quale autorità di vigilanza con poteri regolamentari in materia di offerte pubbliche d'acquisto); vi) Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority*, in seguito anche "ESMA"); vii) Gruppo di esperti di diritto commerciale europeo (*European Company Law Expert*, in seguito anche "ECLÉ"), il cui contributo alla consultazione è firmato da Paul Davies, Guido Ferrarini, Klaus Hopt, Alain Pietrancosta, Rolf Skog, Stanislaw Soltynski, Jaap Winter ed Eddy Wymeersch; viii) Federazione europea dei mercati regolamentati (*Federation of European Securities Exchange*, per l'innanzi "FESE"); ix) Centro di Ricerche Europee sul Diritto e la Storia dell'Impresa "Ariber-to Mignoli" dell'Università Bocconi.

Giova puntualizzare che, in sede di analisi dei riscontri in vista della compilazione del *Feedback Statement*, i contributi offerti alla consultazione sono stati suddivisi in base alla risposta, positiva o negativa, offerta al quesito.

22 Cfr. Libro verde "*The EU corporate governance framework*", p. 2, che, a sua volta rinvia alla definizione OCSE contenuta in *Principles of Corporate Governance*, 2004, p. 11.

Da un punto di vista più strettamente giuridico tale sistema risulta delineato da una complessa normativa di derivazione sia comunitaria<sup>23</sup> che nazionale; normativa che, talvolta, ha natura di *hard law* e, talaltra, di *soft law*.

Più esattamente, come ha correttamente osservato nel corso della consultazione il Gruppo di esperti di diritto commerciale europeo (*European Company Law Expert*, in seguito "ECL")<sup>24</sup>, la materia della *governance*, per coerente applicazione del principio di sussidiarietà, risulta disciplinata maggiormente a livello domestico che a livello comunitario con il conseguente riconoscimento di un limitato potere normativo in capo alla Comunità europea. Inoltre, "*proprio perché il fondamento giustificativo di una regolamentazione a livello comunitario risiede nell'esigenza di trattare questioni cross-border, che come tali sfuggono alla portata dei singoli Stati membri*", sempre secondo il citato Gruppo di esperti, la normativa europea sulla *corporate governance* dovrebbe riguardare essenzialmente "*le società con azioni negoziate in un mercato pubblico (publicly-traded company) nelle quali, spesso, una significativa parte di azionisti (specie se investitori istituzionali), non appartiene al paese in cui la società è incorporata*".

Da questo punto di vista ne deriverebbe, pertanto, che un intervento comunitario parrebbe trovare maggiormente il suo fondamento giustificativo rispetto ai diritti degli azionisti piuttosto che relativamente alla normativa sul *board*.

Riguardo, poi, alla questione del ricorso alla *hard law* o alla *soft law*, occorre compiere alcune considerazioni.

23 Si tratta essenzialmente di principi, nonché di norme contenute in Direttive e Raccomandazioni in tema di indipendenza degli amministratori non esecutivi, di comitati endoconsiliari, di retribuzioni dell'organo di amministrazione, di obbligo per le società quotate di pubblicare una dichiarazione sul governo societario. Nell'allegato 2 del Libro verde la Commissione europea ha riportato il seguente elenco di misure UE in materia di governo societario:

- Direttiva 2006/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le 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 ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari, e 91/674/CEE, relativa ai conti annuali e ai conti consolidati delle imprese di assicurazione;
- Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE;
- Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate;
- Direttiva 2004/25/CE del Parlamento e del Consiglio concernente le offerte pubbliche di acquisto;
- Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza;
- Raccomandazione 2004/913/CE della Commissione relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate;
- Raccomandazione 2009/385/CE della Commissione che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate.

Il quadro del governo societario comunitario risulta composto anche dalla Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), e dalla Direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati.

24 Si ricorda che il contributo alla consultazione del Gruppo di esperti di diritto commerciale europeo è stato redatto da Paul Davies, Guido Ferrarini, Klaus Hopt, Alain Pietrancosta, Rolf Skog, Stanislaw Soltysinski, Jaap Winter ed Eddy Wymeersch.

I singoli Stati membri dell'Unione europea - nel rispetto del principio di libera iniziativa economica, dal quale discende il corollario della libera organizzazione dell'impresa - hanno utilizzato lo strumento dell'*hard law* principalmente al fine di imporre alle società quotate l'obbligo di rendere noto il proprio grado di osservanza alle regole fissate dai codici di *corporate governance* nazionali, nonché di spiegare eventuali disallineamenti rispetto alle stesse. In questi casi l'utilizzo dell'*hard law* ha una precisa giustificazione di tipo economico: consentire agli azionisti di scegliere se accettare le spiegazioni fornite dalla società in merito alla propria *governance*, se reagire alle decisioni assunte cercando di portare ad un cambiamento mediante l'esercizio dei loro diritti, o se, infine, alienare le proprie azioni.

Da questo punto di vista un rilievo del tutto particolare hanno assunto le disposizioni contenute nella Direttiva 2006/46/CE che ha reso obbligatorio per le società quotate di compiere un esplicito riferimento al codice di governo societario adottato nella dichiarazione annuale sul governo societario, nonché di fornire informazioni in merito alla sua applicazione sulla base del principio "rispetta o spiega" (*comply or explain*); in virtù di tale approccio una società che decida di prendere le distanze dalle disposizioni del codice di governo societario deve indicare le parti alle quali deroga e i motivi della decisione.

Nei singoli ordinamenti una regolamentazione incisiva e dettagliata del governo societario è generalmente fornita dagli strumenti di *soft law* (ossia principalmente dai codici di *corporate governance*). Ciò si deve essenzialmente al fatto che, stante l'impossibilità di prevedere un sistema di governo societario adatto a tutte le società, *"un buon governo societario, in quanto focalizzato sui processi, sui metodi, sui controlli e sugli equilibri, può essere perseguito (soltanto) con modalità diverse: le società restano, quindi, libere di prendere le distanze dalle best practices 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"*<sup>25</sup>.

Sempre in tema di *soft law*, infine, si osserva come sembra essere stata accantonata dalla Commissione europea l'idea di elaborare un **codice europeo di *corporate governance***, tant'è che il Libro verde non vi dedica nemmeno un accenno.

Tale atteggiamento della Commissione verso il tema pare in qualche modo conseguente alla posizione espressa già nel 2002 dall'*High Level Group* nel proprio *"Report of the High Level Group on Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe"*<sup>26</sup>.

In tale documento il Gruppo di esperti aveva sollevato dubbi in merito alla utilità di norme comunitarie volte ad armonizzare i singoli codici nazionali, in quanto un'eventuale regolamentazione europea avrebbe dovuto prevedere tante disposizioni alternative, quanti sono i diversi sistemi nazionali di diritto societario o, in alternati-

25 In questi termini si esprime nella propria risposta alla consultazione il Gruppo di esperti di diritto commerciale europeo (*European Company Law Expert - "ECLÉ"*).

26 Bruxelles, 4 Novembre 2002.



va, per rendere le norme europee compatibili con i diversi sistemi esistenti, avrebbe dovuto ricorrere a previsioni astratte e vuote.

Per queste ragioni l'*High Level Group* aveva sostanzialmente esortato la Commissione a non elaborare un codice europeo sul governo societario, lasciando ad essa piuttosto l'importante ruolo di coordinamento dei codici nazionali, soprattutto attraverso l'uso di raccomandazioni, vale a dire di strumenti normativi che permettano agli Stati membri di tener conto, in sede di attuazione, di eventuali fattori rilevanti a livello interno.

\* \* \*

Per quanto riguarda, invece, l'**ambito soggettivo di applicazione delle regole di *governance*** due sono state le questioni di portata generale affrontate dalla Commissione in via preliminare all'interno del Libro verde<sup>27</sup>.

La Commissione, prendendo le mosse dalla constatazione del fatto che le regole dettate dall'Unione europea in materia di *governance*, in linea di massima, si applicano a tutte le società quotate senza distinzioni basate sulla forma giuridica o sulle dimensioni delle singole imprese (piccole, medie o grandi), si è voluta interrogare sul fatto:

- 1) se l'Unione europea debba dotarsi di una normativa differenziata (proporzionata) per le piccole e medie imprese quotate;
- 2) se la normativa europea sul governo societario europeo debba riguardare anche le società non quotate.

Il primo dei due temi (ossia la necessità o meno di prevedere a livello di Unione europea una normativa differenziata per le piccole e medie imprese quotate), è stato oggetto di particolare attenzione. La Commissione, da un lato, ha rilevato che, normalmente, le normative nazionali di rango primario dei singoli Stati membri in materia di *corporate governance* trovano applicazione, indistintamente, con riferimento a tutte le società quotate (senza distinzioni, come detto, basate sulla forma giuridica o sulle dimensioni dell'impresa); dall'altro lato, ha anche osservato che nei codici di governo societario di taluni Stati membri sono presenti disposizioni specificamente dedicate alle piccole e medie imprese<sup>28</sup> e, soprattutto, che alcuni Stati hanno emanato codici di governo societario rivolti alle piccole e medie imprese quotate (ossia codici le cui raccomandazioni tengono conto sia delle dimensioni che della struttura delle imprese)<sup>29</sup>.

Per quanto riguarda, invece, il secondo dei due temi (ossia se la normativa europea sul governo societario europeo debba riguardare anche le società non quotate) la Commissione, ritenendo in linea di principio che il "buon governo societario"

27 Le due tematiche sono compendiate nelle prime due domande di cui si compone il Libro verde, ossia nella domanda n. 1 e nella domanda n. 2.

28 V., a titolo esemplificativo, l'*UK Corporate Governance Code*, disponibile al seguente indirizzo Internet: <http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm>.

29 A tal riguardo cfr. il *Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites*, dicembre 2009, *MiddleNext*, disponibile al seguente indirizzo Internet: <http://www.middlenext.com/>.

rappresenti un fattore importante per tutte le società (quotate e non quotate) e per i suoi azionisti, si è interrogata sull'opportunità di utilizzare taluni principi di *corporate governance*, sviluppatasi e affermatasi nell'ambito delle società quotate, anche per le società europee non quotate. A tale riguardo ha voluto introdurre il tema all'interno della consultazione ricordando come, a livello nazionale, siano già stati emanati alcuni codici volontari e siano state intraprese iniziative che riguardano le società non quotate in borsa da parte di organismi professionali (citando al riguardo le iniziative concernenti il governo societario delle società non quotate dell'*European Confederation of Directors' Associations - EcoDa* ovvero promosse in Belgio, Finlandia e nel Regno Unito).

Ad entrambe le questioni preliminari poste dalla Commissione, ossia previsione di regole differenziate per le piccole e medie imprese e utilizzazione di taluni principi di *governance* societaria per le società non quotate, la maggioranza dei riscontri forniti dai soggetti che hanno partecipato al processo di consultazione ha risposto in termini sostanzialmente negativi<sup>30</sup>.

La manifestata contrarietà all'introduzione di un regime europeo differenziato di governo societario in ragione della dimensione delle imprese quotate, è stata motivata in questi termini:

- a) il principio del "*comply or explain*" conferisce già sufficiente flessibilità al sistema di *governance*, consentendo alle società di applicare, anche in ragione della propria dimensione, solo le raccomandazioni dei codici di governo societario che meglio si adattano alle proprie caratteristiche;
- b) l'esistenza di *standards* di governo societario uguali per tutte le società, a prescindere dalla loro dimensione e capitalizzazione di mercato, rappresenta un valore importante per la facile e rapida identificabilità delle regole che governano le società quotate; *standards* differenziati (specie in materia di trasparenza) porrebbero le società quotate in una posizione di minore competitività, in quanto tali differenziazioni potrebbero ingenerare confusione e diffidenza tra gli investitori e, quindi, potrebbero rendere le stesse società meno 'appetibili' da parte di investitori stranieri;
- c) appare difficile individuare un'unica soglia comunitaria che possa identificare le società quotate di ridotte dimensioni in quanto la stessa non potrebbe tenere conto delle significative diversità esistenti, in termini di capitalizzazione media, sui mercati regolamentati dei singoli stati europei<sup>31</sup>.

30 Dagli esiti della consultazione, compendati nel già citato *Feedback Statement* della Commissione europea, si ricava in particolare che il 68% degli osservatori ha risposto al quesito relativo ad una normativa differenziata per le piccole e medie imprese quotate. La maggioranza di questi osservatori, tra cui si annoverano le singole società quotate, le relative associazioni rappresentative, nonché diversi investitori, sia *retail* che istituzionali, come accennato, si è dichiarata contraria a tale ipotesi. Viceversa, a sostegno dell'idea della necessità di regole europee che tengano conto della dimensione delle imprese si sono pronunciati i rappresentanti dei settori della revisione contabile, della consulenza e alcune associazioni rappresentative delle esigenze delle imprese e degli emittenti di minori dimensioni.

31 Come è stato osservato dal CENTRO DI RICERCHE EUROPEE SUL DIRITTO E LA STORIA DELL'IMPRESA "Ariberto Mignoli" dell'Università Bocconi nella propria risposta al documento di consultazione relativo al Libro verde del 2011 sul quadro europeo in materia di governo societario, l'individuazione di un'unica soglia avrebbe delle controindicazioni: da

Occorre peraltro segnalare la posizione assunta dal GOVERNO FEDERALE TEDESCO nell'ambito della consultazione, il quale ha sostenuto l'idea di introdurre a livello europeo un regime differenziato per le piccole e medie imprese quotate, suggerendo una regolamentazione elastica e un sistema normativo europeo strutturato in maniera aperta, basato (non su norme dettagliate e cogenti, ma) su raccomandazioni o disposizioni generali contenute in direttive.

Anche l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority* - ESMA) e l'Autorità di vigilanza finanziaria francese (*Autorité des Marchés Financiers* - AMF) si sono dichiarate favorevoli all'introduzione a livello comunitario, non di regole specifiche, ma di meri principi; principi minimi, ossia una sorta di 'livello minimo' di *compliance* che tutte le società quotate europee sono tenute a rispettare e che tenga, peraltro, in debito conto le peculiarità dei differenti sistemi esistenti in Europa.

Il Gruppo di esperti di diritto commerciale europeo (ECLE) propone, invece, la creazione di un sistema fondato su 'gradi crescenti di regole' di governo societario, proporzionati alla complessità del mercato in cui i titoli delle società quotate vengono trattati. Mentre nei mercati regolamentati dovrebbero trovare applicazione tutte le regole di *corporate governance*, nei mercati meno complessi (quali, secondo l'ECLE, i *Plus-markets*, del Regno Unito) o che trattano soltanto le piccole e medie imprese, potrebbero trovare applicazione un insieme di regole più ridotto.

Con riferimento al tema dell'eventuale introduzione di misure comunitarie in materia di governo societario per le società non quotate, la maggior parte dei soggetti che ha partecipato alla consultazione, pur riconoscendo in via teorica l'importanza di promuovere principi di governo societario anche per le società non quotate, ha sostanzialmente risposto in senso negativo (ritenendo più congruo affidare un tale tipo di scelta a livello nazionale), essenzialmente in considerazione del fatto che:

- a) le vigenti disposizioni di *corporate governance* elaborate per le società quotate risultano non adatte per le società non quotate e la loro traslazione appare difficoltosa e onerosa;
- b) l'intero dibattito sull'esistenza e sulla configurazione del governo societario è fondato sui conflitti "*principal-agent*"<sup>32</sup> che caratterizzano principalmente le società con proprietà diffusa e che non sono invece configurabili negli stessi termini per le società non quotate, (in cui uno o pochi azionisti determinano il destino della società, esercitando un'influenza diretta sulla sua gestione ed essendo, spesso, anche gli amministratori).

un lato, potrebbe comportare "il rischio che si stabilisca un regime 'asimmetrico' che risulterebbe, a seconda dei casi, eccessivamente permissivo nei mercati con capitalizzazione media inferiore rispetto o insuscettibile di significativa applicazione nei mercati con capitalizzazione media più elevata", mentre, dall'altro lato, "analoghe asimmetrie regolatorie - con conseguenti opportunità di arbitraggi e disparità di trattamento - si avrebbero nel caso in cui gli stati membri fossero lasciati completamente liberi di stabilire i parametri di riferimento per la fissazione delle soglie".

32 Tali conflitti, come già visto, essenzialmente nascono: i) tra *management (agent)* e gli azionisti nel loro complesso (*principal*) qualora l'azionariato sia disperso, o ii) tra azionisti di controllo (*agent*) e non (*principal*) in una situazione di azionariato concentrato.

### 3 Le tre macro-tematiche trattate nel Libro verde: l'organo di amministrazione, gli azionisti e il principio del "*comply or explain*"

All'interno del Libro verde la Commissione europea ha sostanzialmente individuato tre grandi macro-aree tematiche sulle quali avviare la consultazione: a) l'organo di amministrazione; b) gli azionisti; c) il principio del *comply or explain*.

Per quanto riguarda il primo di tali temi, ossia l'organo di amministrazione, il Libro verde, sulla scorta della premessa che "*solo un consiglio di amministrazione efficace e dalle prestazioni eccellenti è in grado di contrastare le decisioni degli amministratori con incarichi esecutivi*"<sup>33</sup>, si è occupato, in primo luogo, della sua composizione, nell'ottica di garantirne una formazione diversificata, tramite un'equilibrata presenza di entrambi i generi nonché di soggetti portatori di una varietà di esperienze professionali, competenze e nazionalità.

Oltre a questo tema il Libro verde ha affrontato anche le questioni: i) del funzionamento di tale organo, con particolare riguardo ai profili del tempo e dell'impegno che ciascun componente deve dedicare alla funzione; ii) della necessità di prevedere meccanismi di valutazione dell'operato e della composizione stessa del *board*; iii) della remunerazione dei *managers*; iv) della responsabilità del *board* nella gestione dei rischi di impresa; v) della posizione del presidente all'interno del *board* e delle relative responsabilità.

Il tema degli azionisti, invece, è stato affrontato prendendo le mosse dalla constatazione del fatto che se "*il quadro in materia di governo societario si basa sul presupposto che gli azionisti si impegnino attivamente nella società e obblighino i dirigenti a rendere conto del loro operato*", in verità, la realtà rivela che "*gli azionisti hanno, in maggioranza, un atteggiamento passivo e che spesso sono interessati solo a profitti a breve termine*"<sup>34</sup>.

Per questa ragione il Libro verde sulla *corporate governance* ha voluto riesaminare il ruolo rivestito dagli azionisti sotto molteplici punti di vista: nell'ottica di un suo eventuale potenziamento, dell'implementazione di strumenti volti a stimolarne l'attenzione verso risultati d'impresa di lungo termine, dell'introduzione di meccanismi che consentano agli emittenti di conoscere meglio l'identità dei propri soci, nonché della cooperazione tra gli azionisti. La Commissione, inoltre, riconoscendo il fatto che non tutti gli investitori debbano necessariamente impegnarsi attivamente nelle società in cui hanno investito e che, quindi, taluni di essi intendano scegliere un modello di investimento orientato al breve termine senza alcun impegno attivo, ha ritenuto importante affrontare anche il tema della relazione di agenzia tra gli "*asset owners*" e gli "*asset managers*" nell'attività di gestione dei portafogli.

Per quanto riguarda, infine, il principio "*comply or explain*" il documento comunitario, pur ribadendo come esso stia alla base dell'intero quadro dell'Unione

33 Cfr. *The EU corporate governance framework*, cit., p. 3.

34 V. *The EU corporate governance framework*, cit., p. 3.

europea in materia di governo societario, ha voluto comunque richiamare alcune criticità emerse in uno studio comunitario (effettuato su impulso della stessa Commissione europea e pubblicato nell'autunno del 2009) sui sistemi di monitoraggio e di controllo dell'applicazione dei codici di governo societario negli Stati membri<sup>35</sup>.

Come noto il principio del "*comply or explain*" prevede che quando le società decidono di discostarsi da una o più raccomandazioni contenute nei codici di governo societario siano tenute ad indicare le motivazioni poste alla base di tale decisione. Il citato studio, dal canto suo, ha rilevato significative carenze nell'attuazione di tale principio evidenziando come, "*nella maggior parte dei casi, la qualità dell'informativa delle motivazioni fornite dalle società che decidono di discostarsi dalle raccomandazioni del codice di governo societario, è insoddisfacente e che in molti Stati membri il monitoraggio sull'attuazione dei codici è insufficiente*".

## 4 L'organo di amministrazione

Nel Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione del 2010, la Commissione europea aveva avuto modo di affermare che dalla crisi finanziaria iniziata nel 2008 era emerso che gli organi di amministrazione degli istituti finanziari non avevano "*svolto il proprio ruolo chiave di forum o sede principale di potere*", in quanto avevano dimostrato di non essere stati in grado "*di esercitare un controllo effettivo sulla direzione né di procedere ad un'analisi critica delle misure o degli orientamenti strategici che venivano loro presentati per convalida*"<sup>36</sup>.

Tale incapacità di individuare, comprendere e controllare i rischi cui erano esposti i loro istituti finanziari e che, secondo la Commissione, era stata al centro dell'origine della crisi finanziaria, doveva essere ascritta a taluni specifici motivi:

- i membri dell'organo di amministrazione (soprattutto gli amministratori senza incarichi esecutivi), non avevano dedicato allo svolgimento dei propri compiti né le risorse né il tempo necessari;
- i membri dell'organo di amministrazione non provenivano da ambienti sufficientemente diversificati (una carenza di diversità ed eterogeneità era stata ravvisata dalla Commissione in termini di equilibrio di genere, di origine sociale, culturale e di istruzione);
- l'organo di amministrazione, in particolare il suo presidente, non aveva effettuato una seria valutazione né delle prestazioni dei propri membri, né di quelle del consiglio di amministrazione nel suo insieme;

35 Cfr. *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, disponibile al seguente indirizzo Internet: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf).

36 Cfr. Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione, giugno 2010, p. 6 e 7, in: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:IT:PDF>.

- l'organo di amministrazione non aveva saputo, o voluto, vigilare sull'adeguatezza del quadro di gestione dei rischi e della propensione al rischio (*risk appetite*) dei propri istituti finanziari;
- gli organi di amministrazione non avevano saputo riconoscere il carattere sistemico di alcuni rischi e, di conseguenza, non erano stati in grado di informare opportunamente, a monte, le Autorità di vigilanza<sup>37</sup>.

Per questa ragione la Commissione è giunta alla conclusione che solo un *board of directors* efficace e dalle prestazioni eccellenti sia in grado di contestare le decisioni degli amministratori con incarichi esecutivi e, a tal fine, ritiene che tale *board* debba essere composto da membri (privi di incarichi esecutivi) con competenze differenziate, adeguate esperienze professionali ed in grado di dedicare sufficiente tempo ai lavori del *board* stesso.

Ciò detto occorre preliminarmente precisare come la Commissione, sia nel Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione del 2010 sia nel Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario del 2011, abbia dichiaratamente affrontato il tema dell'organo di amministrazione prendendo essenzialmente in considerazione il modello di amministrazione monistico di ispirazione anglosassone e dualistico di ispirazione tedesca.

Tant'è che la stessa Commissione, all'interno di entrambi i Libri verdi, ha chiarito che l'utilizzo del termine "*board of directors*" è stato fatto con esclusivo riferimento alla funzione di controllo sulla gestione posta in essere dai "*directors*", ruolo che, appunto, sistema monistico di ispirazione anglosassone è esercitato dal comitato per il controllo sulla gestione e che nel sistema dualistico compete al consiglio di sorveglianza internamente composto dai "*non-executive directors*".

Ciò significa, quindi, che tutte le considerazioni compiute dalla Commissione in ordine alla composizione ed al funzionamento del *board of directors* sia nei citati Libri verdi che nel successivo nell'*Action Plan* del dicembre 2012, possono trovare applicazione anche al consiglio di amministrazione italiano solo *mutatis mutandis*, ossia tenendo sempre presenti le diverse regole che sovrintendono i diversi modelli di *governance*.

Da quest'ultimo punto di vista pare allora essenziale tenere in considerazione il fatto che, secondo il codice civile italiano, il consiglio di amministrazione nel modello tradizionale non viene mai spogliato dei poteri delegati all'amministratore delegato o al comitato esecutivo, mantenendo sempre una competenza concorrente rispetto a quella degli organi delegati. Tant'è che l'art. 2381, comma 3, del codice civile attribuisce al consiglio di amministrazione (come *plenum*) il potere di impartire direttive agli organi delegati ed avocare a sé operazioni rientranti nella delega.

<sup>37</sup> Così si esprime la Commissione europea nel citato Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione, giugno 2010, p. 6 e 7.

Viceversa nel sistema dualistico è il consiglio di gestione l'organo cui spetta la responsabilità esclusiva della gestione sociale e del compimento di tutte le operazioni per la corretta attuazione dell'oggetto sociale (cfr. art. 2409-*novies* c.c. e ss.).

#### 4.1 Presidente dell'organo di amministrazione e amministratore delegato: necessità o meno di distinguerne compiti e funzioni

Essendo l'organo di amministrazione un organo collegiale, al presidente (al di là di quelli che sono i poteri 'organizzativi' dell'organo<sup>38</sup>) non spettano, di regola, poteri diversi rispetto a quelli che spettano agli altri amministratori.

Ciononostante la Commissione europea, considerato il ruolo determinante che il presidente ha nel funzionamento del *board of directors*, ha ritenuto comunque opportuno riflettere sulle prerogative spettanti al presidente nell'ambito dell'organo di amministrazione, nell'ottica di rafforzarne le caratteristiche di imparzialità e indipendenza.

Per questa ragione già nel Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione del 2010 la Commissione europea si era interrogata in merito alla necessità di proibire il cumulo delle funzioni di presidente dell'organo di amministrazione e di amministratore delegato (*chief executive officer – CEO*) negli istituti finanziari, incontrando il consenso della maggior parte dei soggetti che avevano partecipato alla consultazione.

Tale dibattito aveva portato, nel luglio 2011, all'introduzione, all'interno della proposta di Direttiva sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento, della regola secondo cui nella *governance* di questi soggetti "il presidente dell'organo di gestione dell'ente non esercita simultaneamente le funzioni di amministratore delegato in seno allo stesso ente, a meno che non sia giustificato e autorizzato dalle autorità competenti"<sup>39</sup>.

Alla luce di questo dibattito all'interno del Libro verde del 2011 la Commissione ha voluto conoscere l'opinione degli osservatori circa l'opportunità di introdurre a livello europeo una regola che tenga distinte le funzioni e i compiti del presidente del *board* rispetto a quelle dell'amministratore delegato anche all'interno delle società quotate diverse dagli istituti finanziari.

38 Si allude evidentemente qui alle funzioni organizzative che attengono alla convocazione dell'organo, alla verifica delle presenze, alla conduzione delle riunioni, e alla pronuncia delle relative delibere, all'esclusione dal voto dell'amministratore che versi in stato di conflitto di interessi, ecc.

39 Cfr. art. 86, comma. 1, lett. c, della proposta di Direttiva COM(2011)453 del 20 luglio 2011 del Parlamento europeo e del Consiglio sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la Direttiva 2002/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario in: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0453:FIN:IT:PDF>. Si ricorda che tale proposta di Direttiva rientra nel più ampio "Pacchetto CRD IV" ("*Capital Requirements Directive*") composto sia dalla citata Direttiva COM(2011)453, che dal Regolamento COM(2011)452 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento.

Dalle risposte fornite nel corso della consultazione sul punto non è, peraltro, emersa una posizione maggioritaria.

Taluni partecipanti alla consultazione, infatti, si sono dichiarati favorevoli all'idea che la Commissione adotti una raccomandazione volta a tenere distinte le funzioni e i compiti delle due figure ritenendo che in questo modo: a) il presidente verrebbe a contraddistinguersi maggiormente all'interno del *board* come una figura imparziale e indipendente, portatrice di esperienze ulteriori; b) si scongiurerebbe l'eccessiva concentrazione di potere in capo ad un unico soggetto; c) si eviterebbe, altresì, che il presidente del *board* possa divenire portatore di interessi in potenziale conflitto fra di loro (interessi del presidente e interessi dell'amministratore delegato).

Altri partecipanti, viceversa, richiamando il principio generale di sussidiarietà della normativa europea rispetto a quella nazionale hanno evidenziato l'opportunità di garantire alle società una certa flessibilità in tale materia (soprattutto alle società di piccole dimensioni), ritenendo pertanto sufficiente giungere ad una più chiara definizione delle funzioni e dei compiti delle due figure piuttosto che ad una loro distinzione su base normativa.

Ad esempio il GOVERNO BRITANNICO ha rilevato che, se la distinzione tra le funzioni del presidente e quelle dell'amministratore delegato rappresenta una prassi di corretto governo societario, essa potrebbe essere perseguita attraverso un approccio fondato sul principio del "*comply or explain*" rispetto alle relative *best practices* contenute nei codici di autodisciplina piuttosto che attraverso il ricorso ad una normativa europea.

Interessante appare sul punto la posizione espressa dall'AMF e dall'ECLC secondo cui le società che volessero optare per l'idea di concentrare le due funzioni (di presidente e di CEO) nella stessa persona, dovrebbero essere tenute a nominare, quale punto di riferimento degli azionisti, un amministratore indipendente per la trattazione di tutte le questioni attinenti alla *corporate governance* e alla prevenzione dei conflitti di interessi.

#### 4.2 La composizione del *board*: la diversità professionale, la diversa provenienza geografica e la diversità di genere

Affinché la composizione del *board of directors* risulti adeguata all'attività svolta dalla società, i membri senza incarichi esecutivi dovrebbero essere selezionati, secondo la Commissione, alla luce di particolari criteri quali: il merito, la qualificazione professionale, l'esperienza, le qualità personali, l'indipendenza, il genere e la provenienza geografica.

In questo modo l'organo amministrativo riuscirebbe ad acquisire valori, punti di vista, competenze e idee tali da favorire e arricchire il dibattito, prevenendo il c.d. "*group-think*" (ossia l'appiattimento verso una sorta di 'pensiero collettivo' non differenziato) e così, potenzialmente, migliorando la qualità delle decisioni.



Per queste ragioni il Libro verde ha inteso analizzare il tema della composizione del *board* proprio sotto il profilo delle diverse caratteristiche possedute dai consiglieri.

Innanzitutto, la presenza di diverse professionalità all'interno del *board of directors* viene indicato dal Libro verde come un aspetto essenziale affinché lo stesso possa svolgere con efficacia il suo lavoro: differenti professionalità consentono al *board* di comprendere meglio le complessità dei mercati internazionali, gli obiettivi finanziari della società, come pure l'impatto dell'attività svolta sugli interessi dei diversi *stakeholders*, ecc.

Secondo la Commissione, la diversa provenienza geografica dei membri del *board of directors* - soprattutto in relazione alle società che hanno sviluppato un'operatività di tipo internazionale - risulta essere un ulteriore elemento qualificante del *board* in quanto permette alla società di avere una migliore conoscenza dei mercati regionali in cui opera. Nonostante talune società abbiano, peraltro, evidenziato alcune criticità legate alla diversa provenienza geografica dei suoi membri (i problemi deriverebbero dalle diverse culture e dalle diverse lingue), la Commissione ha evidenziato che, già oggi, su un campione di società europee quotate di grandi dimensioni, in media il 29% dei membri del *board* appartengono a paesi diversi da quello dove ha sede la società<sup>40</sup>.

Il terzo aspetto relativo alla composizione del *board of directors* che viene trattato nel Libro verde è quello concernente la diversità di genere (tema già affrontato dalla Commissione in maniera esaustiva nella propria Comunicazione del settembre 2010 dal titolo "*Strategia per la parità tra donne e uomini 2010-2015*"<sup>41</sup> nonché nei successivi documenti "*The gender balance in business leadership*"<sup>42</sup> e "*Report on Equality between Women and Men in 2010*"<sup>43</sup>).

Secondo i dati raccolti dalla Commissione, la percentuale di donne nei *board of directors* delle società quotate europee risulta attualmente in media pari a circa il 12%.

Sebbene non sia stata dimostrata l'esistenza di un rapporto di causalità tra la percentuale di presenza femminile nel *board of directors* e le prestazioni aziendali, la presenza di donne nei *board* avrebbe, secondo la Commissione, un effetto comunque positivo in quanto contribuirebbe ad accrescere il bacino di risorse di talento cui attingere per occupare posti più elevati negli organi di direzione e controllo delle società.

40 La Commissione ha riportato i dati di una relazione basata su un campione di 371 principali società in 13 paesi stabilito sulla base della borsa valori di riferimento, si v. Heidrick & Struggles, *Corporate Governance Report 2009 – Boards in turbulent times*, reperibile all'indirizzo <http://www.heidrick.com/PublicationsReports/PublicationsReports/CorpGovEurope2009.pdf>.

41 Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, "*Strategia per la parità tra donne e uomini 2010-2015*", COM(2010) 491.

42 *European Commission working paper, The gender Balance in Business Leadership, 2011*: <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/11/st07/st07231.en11.pdf>.

43 Il documento è reperibile al seguente indirizzo: [ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=4613&langId=en](http://ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=4613&langId=en).

Inoltre, essendo risultato provato che le donne hanno uno stile di leadership diverso rispetto agli uomini, nell'ottica della Commissione questo fattore rappresenta, tra l'altro, uno dei diversi strumenti a disposizione delle società per risolvere l'accennato problema di "*group-think*" ossia di 'appiattimento' verso una sorta di 'pensiero collettivo' non differenziato all'interno del *board*.

In ogni caso, l'introduzione di quote di genere all'interno dei *board of directors*, non appare uno strumento, da solo, sufficiente per perseguire un maggior equilibrio tra uomini e donne nel consiglio: unitamente a tale strumento occorre, infatti, adottare anche politiche tese a riconciliare la vita privata e quella lavorativa delle donne, incoraggiando pratiche di *mentoring* (tutoraggio) e di *networking* (creazione di reti relazionali) e favorendo un'adeguata formazione alle posizioni dirigenziali per le donne.

Pertanto, nella selezione dei membri del *board of directors* privi di incarichi esecutivi la società dovrà compiere due diversi tipi di attività: da un lato, dovrà verificare quali tipi di diversità siano utili a completare quelle già presenti nel *board*, individuando così quelle mancanti e, dall'altro, dovrà valutare con attenzione le competenze e le attitudini dei singoli candidati.

Alla luce delle diverse considerazioni testé menzionate la Commissione europea ha chiesto ai soggetti interessati<sup>44</sup>:

- se le politiche di selezione del personale debbano definire con maggiore precisione il profilo degli amministratori, incluso il presidente, per garantire che gli stessi possiedano le necessarie competenze e che la composizione del *board* presenti un'adeguata diversità; in caso affermativo, a quale livello (nazionale, europeo o internazionale) si dovrebbe procedere con un intervento normativo;
- se occorre obbligare le società quotate a comunicare al pubblico informazioni in merito all'adozione di politiche a favore della diversità (professionale, internazionale e di genere) descrivendone gli obiettivi, le linee principali e lo stato di attuazione;
- se e come richiedere alle società un maggior equilibrio tra uomini e donne all'interno dell'organo amministrativo.

In linea di principio, la stragrande maggioranza dei soggetti che hanno fornito riscontro alla consultazione su questi temi si è dichiarata favorevole al fatto che nei *board of directors* sia presente una pluralità di competenze e che la composizione degli stessi presenti un'adeguata diversità di esperienze professionali, provenienza geografica nonché di genere.

Ciò che invece non ha trovato d'accordo i soggetti che hanno partecipato alla consultazione è l'ipotesi di cristallizzare questa *best practice* all'interno di una normativa europea vincolante. Tale ipotesi, infatti, è stata considerata un'ingiustificata ingerenza nei diritti e nelle decisioni delle società e dei loro azionisti, in quanto l'individuazione delle caratteristiche tecniche e professionali richieste ai

44 Domande del Libro verde n. 4, 5 e 6.

membri del *board* tramite politiche di selezione *ad hoc*, dovrebbe essere considerata una specifica prerogativa delle singole società.

Così, ad esempio, la maggioranza dei soggetti consultati, sebbene abbia condiviso in via generale l'importanza della diversità di genere nei *board* delle società, si è dichiarata contraria ad un sistema basato sulle quote, ritenendo preferibile il ricorso a misure individuate autonomamente dalle singole società o, eventualmente, dalle normative nazionali (come avviene, ad esempio, in Italia, Francia, Spagna e Norvegia)<sup>45</sup>.

Più in generale, tutta la materia della composizione del *board*, secondo i più, dovrebbe essere trattata a livello nazionale dai singoli codici di autodisciplina mediante l'approccio "*comply or explain*", prevedendo, altresì, che alle politiche adottate dalla società in materia di composizione diversificata del *board* sia dato spazio all'interno della relazione annuale sulla *corporate governance*.

#### 4.3 La disponibilità e l'impegno in termini di tempo

In considerazione del fatto che il ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi è divenuto nel tempo sempre più complesso (oltre che importante) in tutti i sistemi giuridici nazionali europei (come testimoniano le disposizioni normative nazionali dedicate agli stessi ed i rispettivi codici di autodisciplina), la Commissione ha voluto dedicare una parte della consultazione al tema del tempo che questi soggetti dedicano allo svolgimento dei propri compiti all'interno del *board*.

La Commissione, a tale riguardo, ha evidenziato come mentre taluni Stati membri abbiano introdotto nei propri ordinamenti il generale principio secondo cui gli amministratori senza incarichi esecutivi debbano dedicare 'sufficiente tempo' allo svolgimento dei propri compiti, altri Stati, più specificatamente, sono giunti a raccomandare di limitare (o hanno direttamente limitato<sup>46</sup>) il numero di consigli di amministrazione all'interno dei quali un amministratore può detenere un incarico (principio del c.d. limite al cumulo degli incarichi).

45 In Italia il Parlamento ha approvato la Legge 12 luglio 2011, n. 120 (Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernenti la parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate in mercati regolamentati), in virtù del quale gli organi delle società con azioni quotate nel mercato regolamentato nazionale (e le società, costituite in Italia, controllate da pubbliche amministrazioni non quotate nei mercati regolamentati) dovranno rispettare un criterio che assicuri l'equilibrio tra i generi. Più esattamente, il legislatore ha previsto che almeno un terzo degli organi di amministrazione e controllo venga riservato al genere meno rappresentato e che, secondo un processo graduale, al primo rinnovo la quota del genere meno rappresentato sia almeno pari a un quinto degli organi sociali.

46 In Italia l'art. 148-bis del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (rubricato "*Limiti al cumulo degli incarichi*") prevede – con riferimento ai componenti del solo organo di controllo – che "*Con regolamento della Consob sono stabiliti limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo che i componenti degli organi di controllo delle società di cui al presente capo, nonché delle società emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116, possono assumere presso tutte le società di cui al libro V, titolo V, capi V, VI e VII, del codice civile. La Consob stabilisce tali limiti avendo riguardo all'onerosità e alla complessità di ciascun tipo di incarico, anche in rapporto alla dimensione della società, al numero e alla dimensione delle imprese incluse nel consolidamento, nonché all'estensione e all'articolazione della sua struttura organizzativa*". A tale articolo la Consob ha dato attuazione con gli articoli art. 144-duodecies e 144-terdecies del Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni e integrazioni (c.d. Regolamento Emittenti).

La Commissione, dal canto suo, ha ritenuto che l'imposizione di un limite al numero degli incarichi che gli amministratori non esecutivi possono assumere sia uno strumento valido per garantire che essi dispongano di tempo sufficiente per adempiere correttamente agli incarichi societari. Tali limiti dovrebbero, in ogni caso, tenere sempre in considerazione gli impegni professionali extra societari dei singoli amministratori senza incarichi esecutivi, oltre che la complessità dell'incarico svolto presso la società in questione, così come altri aspetti quali: se gli incarichi siano ricoperti in società controllate o appartenenti al medesimo gruppo; se la persona in questione occupi anche incarichi esecutivi; se l'incarico non esecutivo sia svolto nella veste di presidente; se svolga ulteriori incarichi in organi di sorveglianza di società soggette a obblighi in qualche modo simili a quelli che si applicano alle società quotate.

Per queste ragioni la Commissione ha voluto conoscere la posizione dei soggetti partecipanti alla consultazione circa l'opportunità di introdurre a livello comunitario una misura volta a limitare il numero di incarichi che un amministratore privo di incarichi esecutivi possa ricoprire all'interno di società<sup>47</sup>.

Solo la minoranza dei contribuiti si è dichiarata favorevole a tale proposta, ritenendo una simile misura (adottabile anche nella forma della raccomandazione) utile per un miglioramento della qualità del lavoro dei consiglieri<sup>48</sup>.

La maggioranza dei soggetti partecipanti alla consultazione, viceversa, ha osservato che una tale iniziativa non sarebbe conforme al principio di sussidiarietà del diritto comunitario rispetto a quello nazionale. Inoltre, dal punto di vista operativo, è stato anche rilevato come la stessa appaia di difficile applicazione in quanto, da un lato, dovrebbe consistere in una regola necessariamente uniforme (del tipo "one size fits all") in relazione a fattispecie che in realtà possono divergere molto tra loro e,

47 Si noti, peraltro, che una misura analoga è contenuta nella proposta di Direttiva CRD IV ("Capital Requirements Directive") COM(2011)453. Si tratta della Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio "sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 2002/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario" in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0453:FIN:IT:PDF>. L'art. 87 della proposta di Direttiva, con riferimento agli enti creditizi e alle imprese di investimento, prevede che: "Le autorità competenti impongono che tutti i membri dell'organo di gestione degli enti soddisfino sempre i requisiti di onorabilità e possiedano le conoscenze, le competenze e l'esperienza necessarie, e dedichino tempo sufficiente all'esercizio delle loro funzioni. I membri dell'organo di gestione soddisfano in particolare i seguenti requisiti:

(a) i membri dell'organo di gestione dedicano tempo sufficiente all'esercizio delle loro funzioni in seno all'ente. Essi non possono cumulare incarichi che vadano oltre una delle seguenti combinazioni:

i) un incarico di amministratore esecutivo con due incarichi di amministratore non esecutivo;

ii) quattro incarichi di amministratore non esecutivo.

Gli incarichi di amministratore esecutivo o non esecutivo ricoperti nell'ambito dello stesso gruppo sono considerati come un unico incarico di amministratore.

Le autorità competenti possono autorizzare un membro dell'organo di gestione di un ente a cumulare più incarichi di amministratore del consentito se ciò non impedisce al membro di dedicare tempo sufficiente all'esercizio delle sue funzioni nell'ente, tenendo conto delle circostanze personali e della natura, delle dimensioni e della complessità delle attività dell'ente (...).

48 Più in particolare: il 77% dei partecipanti alla consultazione si è pronunciato sullo specifico quesito. Di questi solo un quarto ha manifestato il proprio favore nei confronti dell'ipotesi di introdurre a livello comunitario una misura volta a limitare il numero di mandati che un amministratore senza incarichi esecutivi può assumere.

dall'altro, non potrebbe tenere conto delle attività comunque svolte al di fuori dalla società dagli amministratori non esecutivi<sup>49</sup>.

Per queste ragioni, il perseguimento dell'obiettivo di garantire che gli amministratori non esecutivi dedichino sufficiente tempo all'incarico svolto presso la società dovrebbe essere rimesso a regole nazionali, di autodisciplina<sup>50</sup> o endosocietarie, il cui rispetto dovrebbe essere rimesso agli appositi comitati per le nomine.

#### 4.4 La valutazione dell'organo di amministrazione

Con una Raccomandazione del 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate<sup>51</sup>, la Commissione europea aveva consigliato ai *boards* di procedere con cadenza annuale ad una valutazione del proprio operato.

Tale valutazione ricomprende un giudizio in merito alla composizione, organizzazione e funzionamento del *board*, e alla competenza ed efficienza di ciascun membro e dei comitati presenti al suo interno, nonché una valutazione sull'operato dell'organo rispetto agli obiettivi fissati.

Successivamente, con il Libro verde del 2011, la Commissione ha altresì affermato che, per consentire un miglioramento della qualità della valutazione del *board* stesso sarebbe auspicabile che le società ricorressero con regolarità ad un soggetto esterno in fase di valutazione. Questo, infatti, sarebbe in grado di fornire una prospettiva più oggettiva e di evidenziare le migliori pratiche in uso presso altre società; inoltre, il ricorso ad un soggetto esterno potrebbe essere particolarmente utile nei periodi di crisi o nelle situazioni societarie in cui dovesse emergere una scarsa comunicazione tra i membri del *board*.

Nell'ottica del Libro verde (oltre a quanto già indicato nella citata Raccomandazione del 2005) la valutazione del *board* dovrebbe interessare la qualità e tempestività delle informazioni ricevute dal *board* stesso (i.e. dagli amministratori non esecutivi), la risposta fornita dagli amministratori esecutivi alle richieste di chiarimenti loro avanzate, nonché il ruolo svolto dal presidente del *board* in questo processo di trasferimento di informazioni.

Allo scopo di incoraggiare la massima trasparenza della valutazione, garantendo al tempo stesso la dovuta riservatezza, alla Commissione è parso opportuno limitare l'obbligo di pubblicità della stessa all'illustrazione del processo seguito per la valutazione stessa.

Per queste ragioni la Commissione col Libro verde ha chiesto se, e in che modo, fosse ritenuto opportuno esortare le società quotate a procedere ad una valu-

49 In questo senso si è, ad esempio, espresso il GOVERNO FEDERALE TEDESCO.

50 È la posizione espressa dal GOVERNO BRITANNICO.

51 Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza.

tazione esterna dell'organo di amministrazione a cadenza regolare (ad es. ogni tre anni).

La maggioranza dei contributi presentati nell'ambito della consultazione ha accolto positivamente la proposta di incoraggiare siffatta valutazione esterna ritenuta una prassi di buon governo societario, idonea a fornire agli azionisti un utile punto di vista esterno sul funzionamento del *board*<sup>52</sup>. Detti contributi, però, si differenziano tra loro per quanto riguarda l'individuazione dello strumento più opportuno per introdurre la regola della valutazione: accanto a chi ha suggerito l'introduzione di un vero e proprio obbligo legale, vi sono state posizioni più *soft* secondo le quali sarebbe sufficiente prevedere una mera raccomandazione a livello comunitario o, in alternativa, l'introduzione della regola nei codici di comportamento con conseguente funzionamento del "*comply or explain*".

Infine la maggior parte dei soggetti consultati ha concordato con quanto affermato dalla Commissione in merito al necessario bilanciamento tra trasparenza e riservatezza: essi, in particolare, hanno proposto di rendere pubblici soltanto l'autore della valutazione, la metodologia utilizzata, i principali esiti dello scrutinio e l'impatto degli esiti della valutazione.

Quanto alla frequenza delle valutazioni esterne, infine, le diverse opinioni hanno indicato termini oscillanti tra i due e i cinque anni (la maggioranza ha proposto una cadenza triennale).

Merita una segnalazione a parte la posizione espressa dall'ECLC, secondo il quale la valutazione del consiglio avrebbe senso nella misura in cui non si risolve in un mero adempimento formale ma si soffermi su aspetti importanti come la strategia, il ruolo degli amministratori non esecutivi, i conflitti all'interno del consiglio e il contributo individuale dei membri. Uno scrutinio dell'operato del consiglio potrebbe chiarire problematiche sulle quali difficilmente gli amministratori si soffermerebbero e, in taluni casi, un valutatore esterno potrebbe aiutare il consiglio a risolvere questioni che lo stesso da solo non riuscirebbe neppure ad individuare.

#### 4.5 La remunerazione degli amministratori

Come si era già accennato nel paragrafo 2, per la Commissione europea l'intero dibattito sull'esistenza e sulla configurazione del governo societario all'interno delle società si fonda essenzialmente sui conflitti "*principal-agent*"; conflitti che sorgono: i) all'interno delle società con azionariato diffuso, tra amministratori con incarichi esecutivi (*agent*) e azionisti nel loro complesso (*principal*) e, ii) nelle società ad azionariato concentrato, tra azionisti di controllo (*agent*) e altri azionisti (*principal*).

52 In particolare, si sono pronunciati espressamente sul quesito in esame il 71% dei soggetti che hanno partecipato alla consultazione. La proposta di incoraggiare le società quotate a dar luogo ad una valutazione esterna a cadenza regolare è stata salutata con favore dagli esponenti della società civile, dal settore finanziario (non bancario), dalle borse valori, dalle libere professioni e dal settore della consulenza. Viceversa si sono mostrati contrari alla proposta le società quotate e le relative associazioni di categoria come pure il settore bancario.

Inoltre, nelle società ad azionariato diffuso la remunerazione degli amministratori esecutivi rappresenta lo strumento più utilizzato per far convergere, in qualche modo, gli interessi degli azionisti con quelli degli amministratori riducendo i c.d. costi di agenzia (vale a dire i costi sostenuti dai "*principal*" per la predisposizione e l'applicazione di sistemi di controllo, monitoraggio e incentivazione sull'operato del *management* al fine di ridurre eventuali comportamenti opportunistici<sup>53</sup>).

Tuttavia, la Commissione ha osservato che negli ultimi anni, da un lato, pur assistendosi ad una più ampia diffusione di una remunerazione di tipo variabile (ossia legata ai risultati e alle responsabilità), dall'altro, si è registrato anche un orientamento delle politiche di remunerazione (o, anche solo, degli incentivi) volte a privilegiare i risultati a breve termine dei *managers* con incarichi esecutivi, a svantaggio dei risultati ottenuti nel lungo termine.

Per queste ragioni, a partire dal 2004, la Commissione ha più volte cercato di affrontare i problemi legati alla remunerazione degli amministratori con tre successive raccomandazioni che hanno affrontato i seguenti temi:

- a) la trasparenza in merito alla politica retributiva e alla remunerazione dei singoli amministratori con incarichi esecutivi e non;
- b) il voto degli azionisti sulla relazione concernente le remunerazioni;
- c) la creazione di un comitato indipendente per le remunerazioni e la predisposizione di incentivi idonei a stimolare i risultati e la creazione di valore nel lungo termine<sup>54</sup>.

Successivamente, nel 2009, il *Forum* europeo sul governo societario istituito dalla Commissione europea<sup>55</sup>, aveva, altresì, raccomandato agli Stati membri: i) di rendere obbligatoria la divulgazione delle politiche retributive (oltre che delle singole remunerazioni corrisposte) da parte delle società quotate, ii) di riconoscere agli azionisti un diritto di voto (vincolante o meramente consultivo) in tema di politiche delle remunerazioni, nonché iii) di garantire una maggior indipendenza a quegli amministratori senza incarichi esecutivi cui compete un intervento in tema di definizione delle politiche retributive.

Ciononostante nel 2010 (e già prima nel 2007)<sup>56</sup> la Commissione aveva avuto modo di constatare che taluni Stati membri non avevano affrontato in modo adeguato le tematiche legate alla remunerazione<sup>57</sup>.

53 Conformemente alla teoria dell'agenzia, la relazione tra azionisti e *management* viene costruita come un rapporto di delega "principale-agente" della gestione societaria. In tale contesto, l'agente ha il dovere fiduciario di agire nell'interesse del principale con l'obiettivo di sviluppare l'accordo tra i due soggetti e massimizzare l'utilità del principale.

54 Raccomandazioni della Commissione 2004/913/CE, 2005/162/CE e 2009/385/CE.

55 Il *Forum* europeo sul governo societario è stato istituito con decisione della Commissione del 15 ottobre 2004 (2004/706/CE) con il compito di favorire la convergenza dei codici nazionali di governo societario e, se richiesto o di sua iniziativa, prestare consulenza strategica alla Commissione su questioni di politica di governo societario nella prospettiva di sviluppare pratiche uniformi di governo societario negli Stati membri.

56 Relazioni della Commissione SEC(2007)1022 e (2010)285.

Per questo, già nel 2010 con la consultazione avviata con il Libro verde sul governo d'impresa degli istituti finanziari, la Commissione era tornata sul tema ottenendo dai soggetti consultati la chiara indicazione circa la necessità di migliorare la strutturazione degli incentivi destinati agli amministratori, in modo da incoraggiare risultati a lungo termine, sostenibili per le società. La maggioranza degli osservatori si era, tuttavia, detta contraria all'introduzione di misure normative concernenti la struttura delle remunerazioni nelle società quotate, mentre alcuni partecipanti avevano valutato positivamente l'idea di introdurre regole europee capaci di dare maggiore trasparenza alle politiche retributive e di attribuire agli azionisti un diritto di voto su tali tematiche.

Alla luce di questo lungo dibattito, il Libro verde dell'Unione europea in materia di governo societario del 2011 si è voluto concentrare su due delle questioni menzionate<sup>58</sup>, ossia:

- a) se rendere obbligatoria per le società la divulgazione della politica retributiva adottata, della relazione annuale sulle remunerazioni e dell'entità delle remunerazioni attribuite agli amministratori con incarichi esecutivi e non;
- b) se rendere obbligatorio il voto degli azionisti in merito alla politica retributiva e alla relazione sulla sua attuazione.

Quanti hanno espresso opinione contraria alla proposta - la minoranza dei soggetti consultati - hanno fatto riferimento alle seguenti argomentazioni:

- la questione appare già sufficientemente regolata a livello nazionale;
- occorre un arco temporale maggiore per valutare gli effetti delle Raccomandazioni già adottate dalla Commissione in materia di remunerazione degli amministratori delle società quotate (n. 2004/913/CE, 2005/162/CE e 2009/385/CE);
- la misura proposta interferirebbe con il potere del consiglio di decidere sulle remunerazioni dell'esecutivo.

Per alcuni soggetti consultati, inoltre, la divulgazione obbligatoria delle singole remunerazioni entrerebbe in conflitto con il rispetto del diritto alla *privacy* dei membri del consiglio interessati.

Viceversa, la maggioranza dei partecipanti alla consultazione si è detta favorevole alla proposta di introdurre l'obbligo di divulgare informazioni in merito ai compensi corrisposti dalle società ai propri *managers*, al fine di armonizzare le diverse normative nazionali e, in questo modo, rendere più comparabili le informazioni diffuse dalle società dei diversi Stati membri.

I soggetti partecipanti alla consultazione hanno, peraltro, auspicato l'adozione di misure idonee ad evitare che le comunicazioni sulle remunerazioni si risolvano in un mero adempimento formale e la maggioranza di essi ha, altresì,

57 La Commissione, peraltro, aveva dato atto del fatto che si registrava comunque una tendenza da parte degli Stati membri a legiferare in materia di divulgazione delle informazioni e di voto degli azionisti.

58 Domande n. 9 e 10 del Libro verde.



condiviso l'idea di sottoporre obbligatoriamente al voto consultivo degli azionisti la politica retributiva adottata dalla società la relazione sull'attuazione della politica retributiva.

Più in particolare, le autorità pubbliche individualmente esaminate (in seguito "Autorità pubbliche")<sup>59</sup> hanno valutato con estremo favore la proposta della Commissione di rendere obbligatoria la divulgazione della politica retributiva, della relazione annuale sulle remunerazioni e delle singole remunerazioni degli amministratori con incarichi esecutivi e non esecutivi anche allo scopo di permettere agli azionisti: a) di meglio valutare la *performance* di ciascun amministratore, comparando tra loro le diverse informazioni; b) di svolgere un ruolo più attivo nel controllo dei livelli retributivi dei singoli amministratori; c) di esercitare una maggiore vigilanza sui comitati per le remunerazioni<sup>60</sup>.

L'ECLC, dal canto suo, partendo dalla constatazione del fatto che oggi le società appaiono 'riluttanti' a fornire una comunicazione completa in materia di remunerazioni, ha espresso l'avviso secondo cui occorrerebbe rendere obbligatoria a livello europeo la presentazione di un'apposita relazione sulla remunerazione che fornisca una chiara valutazione dei differenti elementi, fissa e variabile, di cui essa si compone ed una spiegazione circa la politica sulla remunerazione sottostante. Al tempo stesso standardizzare il formato della comunicazione consentirebbe, altresì, un miglior confronto delle remunerazioni.

Il Gruppo di esperti ha anche evidenziato come in alcuni Stati membri, proprio al fine di eludere gli obblighi di comunicazione richiesti circa le retribuzioni riconosciute ai propri amministratori, le società facciano fittiziamente apparire un numero di amministratori esecutivi inferiore rispetto a quello reale tramite la nomina di amministratori formalmente non esecutivi ma, di fatto, aventi ruoli esecutivi (ad esempio all'interno dei comitati esecutivi); paradossalmente questi "*non-director executives*" talvolta arrivano a percepire una remunerazione sostanzialmente più alta degli amministratori esecutivi.

Per quanto riguarda, invece, il tema del coinvolgimento degli azionisti nel procedimento di approvazione della politica retributiva del *board* (principio del *c.d. say on pay*) e della relazione sullo stato della relativa attuazione (coinvolgimento che, come detto, può concretizzarsi nell'adozione di un parere consultivo ovvero di un voto vincolante), le posizioni espresse dagli organismi pubblici sono state diversificate.

Infatti, dall'analisi dei contributi di dette Autorità emerge che solo alcune risulterebbero favorevoli a riconoscere agli azionisti il diritto esprimersi sulle politiche retributive, peraltro con un atto meramente consultivo<sup>61</sup>.

59 Cfr. nota n. 21.

60 Tra queste il GOVERNO INGLESE e il GOVERNO FEDERALE TEDESCO. Quest'ultimo, in particolare, ha tenuto a sottolineare il fatto che la comunicazione sulla remunerazione del *board*, comprensiva di quella individuale, è già stata resa obbligatoria in Germania.

61 Tra queste il GOVERNO FEDERALE TEDESCO che, come detto, già presenta nel proprio ordinamento una tale regola.

Particolare la posizione del GOVERNO BRITANNICO, secondo cui non occorrerebbe riconoscere un voto obbligatorio a favore degli azionisti all'interno di quegli Stati membri in cui le società sono caratterizzate da una proprietà concentrata o in quelle che adottano il sistema dualistico. In questi tipi di società, infatti, forme di controllo sulla remunerazione esisterebbero già: nelle prime da parte degli azionisti di maggioranza e di minoranza e, nelle seconde, da parte del consiglio di sorveglianza.

Viceversa, rendere obbligatorio il voto dell'assemblea apparirebbe appropriato in quegli Stati membri caratterizzati dalla preminenza di società a proprietà diffusa. Si noti, infine, che il GOVERNO BRITANNICO sottolinea la necessità di un'attenta riflessione circa la natura del diritto di voto riconosciuto all'assemblea (vincolante o meramente consultivo) nonché sullo stesso contenuto del voto (remunerazioni future ovvero informazioni storiche sulle remunerazioni già corrisposte).

#### 4.6 La gestione dei rischi

Nel 2010, con il Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione, la Commissione europea aveva segnalato come la gestione dei rischi fosse uno degli elementi chiave del governo societario e che molti grandi istituti finanziari erano scomparsi nel corso della crisi finanziaria scatenata nell'autunno 2008 dal fallimento della banca *Lehman Brothers*, proprio per aver trascurato alcune regole basilari di controllo e di gestione dei rischi<sup>62</sup>.

Gli istituti finanziari, da un lato, non avrebbero affrontato la gestione dei rischi con un approccio olistico e, dall'altro, stante il tipo di lacune e insufficienze rilevate, sembrano avere dimostrato di non aver avuto una sana cultura in materia di gestione dei rischi.

In ogni caso, secondo quanto successivamente osservato dalla Commissione nell'ambito Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario del 2011, a prescindere dallo specifico campo di attività in cui opera e dalle relative dimensioni, ogni società si trova ad affrontare una serie di rischi, sia interni sia esterni e dovrebbe, a seconda delle caratteristiche che la contraddistinguono (quali il campo di attività, la dimensione internazionale, la complessità), sviluppare un'adeguata cultura del rischio ed efficaci strategie di gestione.

In particolare alcune imprese si trovano ad affrontare rischi che presentano gravi ripercussioni sulla società nel suo complesso (es. rischi legati all'ambiente, alla salute, alla sicurezza, etc.) ovvero gestiscono infrastrutture critiche il cui malfunzionamento o la cui distruzione potrebbe avere conseguenze significative a livello internazionale<sup>63</sup>. La Commissione, sottolineando il fatto che le attività che potrebbero generare tali rischi risultano spesso disciplinate da normative settoriali e sono sog-

62 Cfr. il Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione, adottato nel giugno 2010, p. 7, in: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:IT:PDF>.

63 La Commissione fa esplicito riferimento, a titolo di esempio, al rischio dovuto ad attacchi terroristici rinviando alla legislazione europea sul punto contenuta in: [http://europa.eu/legislation\\_summaries/justice\\_freedom\\_security/fight\\_against\\_terrorism/index\\_en.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/index_en.htm).

gette alla vigilanza delle autorità competenti e che, anche a prescindere da ciò, occorre sempre tenere in considerazione le diversità delle varie situazioni, non ha ritenuto possibile proporre un modello unico di gestione del rischio per tutte le tipologie di società.

Resta, comunque, necessario che l'organo di amministrazione garantisca una sorveglianza idonea dei processi di gestione dei rischi.

Una politica di gestione dei rischi efficace e coerente – afferma la Commissione – deve chiaramente “venire dall’alto”, ossia essere decisa a livello di organo di amministrazione per l’intera organizzazione. A quest’organo spetta, pertanto, la responsabilità di definire il profilo di rischio di una determinata organizzazione in funzione della strategia seguita, nonché l’adeguata sorveglianza per garantirne l’efficace funzionamento.

Stante la diversità di disciplina dell’organo di amministrazione (modello monistico, dualistico o “italiano”), secondo il Libro verde risulta imprescindibile stabilire chiaramente i ruoli e le responsabilità di tutte le parti coinvolte nel processo di *risk management*, vale a dire organo di amministrazione, singoli amministratori, dirigenti e tutto il personale operativo addetto alla funzione di gestione del rischio.

A tal riguardo, con la consultazione la Commissione ha voluto comprendere se, per i soggetti consultati, l’organo di amministrazione debba<sup>64</sup>:

- approvare la propensione al rischio della società (il c.d. ‘*risk appetite*’), esserne responsabile e renderne conto con chiarezza agli azionisti;
- garantire che le disposizioni sulla gestione dei rischi adottate dalla società siano efficaci e commisurate al suo profilo di rischio.

Per la maggior parte dei contributi trasmessi, il *board* dovrebbe certamente approvare la propensione al rischio della società e assumersene la relativa responsabilità<sup>65</sup>. Infatti, l’individuazione dei rischi principali viene ritenuta una parte determinante della strategia, rientrando così nei compiti del *board*.

In ogni caso, per la quasi totalità dei contributi non occorre una normativa europea sul punto in quanto le singole legislazioni nazionali paiono già adeguate prevedendo, da un lato, che l’organo di amministrazione debba assicurare l’efficacia e l’adeguatezza dei sistemi di gestione dei rischi rispetto al profilo di rischio specifico della società e, dall’altro, che il coinvolgimento del *board* debba essere limitato al monitoraggio del sistema di gestione dei rischi.

Inoltre parrebbe altrettanto inopportuno estendere i sistemi di gestione del rischio previsti per le istituzioni finanziarie anche alle società quotate non finanziarie stante le rilevanti differenze che esistono tra i due tipi di società.

64 Domanda n. 11 e 12 del Libro verde.

65 In particolare più di due terzi dei contributi trasmessi alla consultazione ha risposto affermativamente al quesito relativo al dovere dell’organo di amministrazione di approvare ed assumere la responsabilità della propensione al rischio della società nonché informare gli azionisti al riguardo.

Le Autorità pubbliche che hanno partecipato alla consultazione hanno dimostrato di condividere non solo l'idea che il *board* debba approvare la propensione al rischio della società, esserne responsabile e renderne conto con chiarezza agli azionisti ma che sia, altresì, tenuto a garantire che le disposizioni adottate dalla società sulla gestione dei rischi siano efficaci ed adeguate al proprio profilo di rischio.

Alcune opinioni espresse dagli organismi pubblici hanno consentito di puntualizzare meglio il concetto di "propensione al rischio", distinguendo inoltre tra società finanziarie e non finanziarie.

Più esattamente, secondo il GOVERNO BRITANNICO, il concetto di "propensione al rischio" delle società è propriamente riferibile ai soli istituti finanziari, per il fatto che questi sono, in effetti, in grado di selezionare la quantità di rischio finanziario che intendono affrontare (al fine di far conseguire un particolare rendimento agli investitori, ecc.) e di modificarlo opportunamente a seconda delle variazioni intervenute nelle condizioni di mercato.

Al contrario, per le società non finanziarie parlare di propensione al rischio non avrebbe molto senso, in quanto i rischi imprenditoriali sarebbero tutti "fisiologici", ossia connaturati e conseguenti al tipo di attività svolta. Per queste ultime società, il GOVERNO BRITANNICO pertanto ha concordato sul fatto che il consiglio debba approvare ed assumersi la responsabilità della strategia nell'affrontare e controllare tali rischi 'fisiologici' e che sia tenuto a riferire su questi temi con chiarezza agli azionisti.

Anche secondo l'ESMA le comunicazioni in materia di propensione al rischio appaiono più appropriate se riferite alle (sole) istituzioni finanziarie, in cui gli amministratori risultano in condizione di modificare tale propensione secondo i desideri degli investitori, piuttosto che alle società non finanziarie nelle quali il rischio ha più a che fare con la natura stessa dell'attività svolta. Per queste ultime, infatti, una decisione sul rischio da affrontare è stata sostanzialmente assunta nel momento stesso in cui una società ha scelto di entrare in un particolare mercato: si tratta in questo caso, per l'Autorità comunitaria, del fisiologico "fattore di rischio" imprenditoriale e non della "propensione al rischio". Dunque, l'ESMA ha proposto l'elaborazione di un insieme di principi concernenti le modalità di comunicazione di questi fisiologici fattori di rischio da parte delle istituzioni non finanziarie, al solo fine di consentire una migliore possibilità di comparazione tra le società appartenenti allo stesso settore, oltre che tra i diversi settori di appartenenza<sup>66</sup>.

Inoltre, poiché recenti sviluppi nelle legislazioni nazionali, nei codici di governo societario o nelle normative di vigilanza, hanno già individuato e chiarito il ruolo che devono avere i *board* con riguardo alla responsabilità sulla strategia legata ai rischi imprenditoriali e sulla loro gestione, tale Autorità dubita che occorrono, al momento, nuove regole.

66 Sul tema l'ECLC ha precisato che per le istituzioni finanziarie già l'ordinamento prevede obblighi concernenti il ruolo di vigilanza del *board* e le funzioni di gestione del rischio, mentre per le imprese non finanziarie sarebbe preferibile evitare una regolamentazione dettagliata, ad eccezione di quelle che possono determinare rischi notevoli, se non sistemici.

## 5 Gli azionisti

Secondo la Commissione europea la crisi finanziaria iniziata nel 2008 avrebbe ampiamente dimostrato che la fiducia nel modello dell'azionista che partecipa alla sostenibilità a lungo termine dell'impresa è stata seriamente intaccata<sup>67</sup>.

La "finanziarizzazione" dell'economia, grazie soprattutto alla moltiplicazione delle fonti di finanziamento e di apporto di capitale, avrebbe inoltre favorito l'assunzione di partecipazioni societarie da parte di azionisti non interessati agli obiettivi a lungo termine delle imprese, sollecitando, invece, un'eccessiva assunzione di rischi da parte delle società in orizzonti di investimento relativamente brevi, se non addirittura molto brevi (trimestrali o semestrali).

In diversi casi gli azionisti hanno ritenuto che i profitti attesi giustificassero i rischi assunti, dando così un avallo implicito all'eccessiva assunzione di rischi, in particolar modo attraverso un notevole ricorso all'effetto leva. Da un punto di vista economico, la Commissione ha osservato che tale comportamento parrebbe trovare spiegazione nel fatto che gli azionisti beneficiano pienamente di una tale strategia quando la stessa risulta vincente; viceversa, quando questa si dimostra perdente gli azionisti partecipano alle perdite limitatamente alla parte del capitale sottoscritta, ossia solo finché il valore delle loro azioni raggiunge lo zero, dopodiché ogni ulteriore perdita sarebbe a carico dei creditori<sup>68</sup>.

Inoltre, il tentativo di adeguare gli interessi dell'organo di amministrazione a queste nuove categorie di azionisti ha amplificato tali assunzioni di rischi e, in molti casi, ha contribuito a un'eccessiva remunerazione dei dirigenti, sulla base del valore a breve termine dell'azione dell'impresa come unico criterio di prestazione<sup>69</sup>.

Più in generale – ha osservato la stessa Commissione – il disinteresse degli azionisti per la *governance* delle imprese ha posto la questione dell'efficacia delle regole del governo societario, basate sulla presunzione di un controllo effettivo degli azionisti<sup>70</sup>.

Nelle società dove esiste un azionista dominante o di controllo, a questi problemi se ne aggiunge un altro: quello di assicurare che gli interessi economici degli azionisti di minoranza trovino adeguata tutela nelle regole di *governance*<sup>71</sup>.

Per queste ragioni la Commissione nel Libro verde ha voluto affrontare le seguenti questioni: i) la predilezione per l'ottica di breve periodo da parte degli *asset owners* e gli ostacoli ad un loro impegno più attivo nell'attività delle società in cui investono; ii) la trasparenza e il conflitto di interessi degli *asset managers*; iii) la

67 Cfr. il Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione, adottato nel giugno 2010, p. 8, in: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:IT:PDF>.

68 Così si esprime la Commissione europea nel Libro verde del 2011 *The EU corporate governance framework*, cit., p. 12.

69 Così sempre la Commissione europea nel Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari, cit., p. 8.

70 Cfr. il Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari, cit., p. 17.

71 Si segnala, peraltro, che anche più recentemente, la Commissione è tornata sul tema del ruolo degli azionisti all'interno delle società con la già menzionata consultazione sul futuro del diritto societario europeo del 2012, dedicando particolare attenzione agli investitori istituzionali e al fenomeno dello "short-termism".

rimozione degli ostacoli alla cooperazione tra gli azionisti; iv) l'esigenza di una maggiore trasparenza nell'attività dei consulenti in materia di voto; v) l'introduzione di un meccanismo europeo per l'identificazione degli azionisti; vi) la tutela degli azionisti di minoranza (specie nelle operazioni con parti correlate); vii) la partecipazione azionaria dei dipendenti.

### 5.1 L'assenza di un impegno attivo adeguato da parte degli azionisti

Nell'accezione comunemente accolta a livello comunitario l'impegno attivo degli azionisti si manifesta, in linea di massima, nella sorveglianza attiva della società, nel dialogo con il consiglio di amministrazione, nell'esercizio dei diritti di azionista e nella cooperazione con altri azionisti, allo scopo di migliorare il governo delle società e favorire la creazione di valore a lungo termine.

Nel Libro verde sugli istituti finanziari del 2010 la Commissione era giunta alla conclusione che, per motivare gli azionisti a impegnarsi in un dialogo con la società e a controllare le decisioni adottate dal *management* (inducendolo così a tener conto della sostenibilità a lungo termine della società stessa), occorresse riflettere sui seguenti temi:

- il rafforzamento della cooperazione degli azionisti tramite l'istituzione di *forum* di discussione;
- la divulgazione, da parte degli investitori istituzionali, delle proprie prassi di voto nelle assemblee degli azionisti;
- l'adesione degli azionisti istituzionali a codici di buone prassi (*stewardship codes*);
- l'individuazione e la divulgazione di eventuali conflitti di interessi da parte degli investitori istituzionali;
- la divulgazione della politica di remunerazione degli intermediari da parte degli investitori istituzionali;
- la migliore informazione degli azionisti sui rischi<sup>72</sup>.

Anche se l'impegno attivo da parte degli investitori a breve termine può avere effetti positivi sul governo della società<sup>73</sup>, ciò che può incidere maggiormente sullo stesso sono, evidentemente, i comportamenti tenuti dagli investitori a lungo termine.

Per questa ragione la Commissione, all'interno del tema dell'impegno attivo dei soci, ha dedicato particolare attenzione al ruolo degli investitori istituzionali [per

72 V. Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari, cit., p. 17.

73 La Commissione europea porta l'esempio degli effetti benefici che potrebbe avere l'impegno da parte di investitori istituzionali tipicamente orientati al breve termine (come i fondi speculativi 'attivisti') in quanto idoneo a fungere da catalizzatore di cambiamenti a livello di governo societario così accrescendo la propria 'consapevolezza' negli altri azionisti.

tali intendendo, in senso lato, ogni soggetto che investe a titolo professionale (anche per conto di clienti o beneficiari)<sup>74</sup> ed alle relative politiche di voto all'interno delle società partecipate.

Da questo punto di vista, la Commissione si è domandata se occorresse rendere obbligatorio per tali soggetti (pur nel rispetto del principio della parità di trattamento degli azionisti) divulgare le politiche di voto adottate e i risultati delle votazioni, poiché *"la pubblicazione di tali informazioni migliorerebbe la consapevolezza degli investitori, ottimizzerebbe le decisioni di investimento da parte degli investitori ultimi, faciliterebbe il dialogo tra emittenti e investitori e incoraggerebbe l'impegno attivo degli azionisti"*<sup>75</sup>.

## 5.2 Lo "short-termism" nei mercati finanziari

Una tendenza che caratterizza i mercati finanziari da diversi anni consiste nella diffusa tendenza degli investitori a prediligere sempre di più gli investimenti a breve termine.

Tale tendenza pare essere stata determinata (quantomeno) da tre diversi fattori.

In primo luogo, negli ultimi decenni, la comparsa di nuovi prodotti finanziari unita all'innovazione tecnologica hanno determinato una velocizzazione delle negoziazioni sui mercati finanziari, aumentandone così la liquidità, ma anche riducendo il periodo medio di detenzione delle azioni<sup>76</sup>.

In secondo luogo, essendosi assistito, nello stesso periodo di tempo, ad un aumento dell'intermediazione degli investimenti, la relazione di agenzia tra gli *asset owners* a lungo termine e i loro *asset managers* ha assunto una sempre maggiore importanza; relazione che, anch'essa, ha contribuito ad accentuare la predilezione per il breve periodo.

In terzo luogo, secondo quanto avrebbero riferito diversi investitori alla Commissione nei lavori preliminari alla stesura del Libro verde del 2011, la stessa regolamentazione talvolta avrebbe rappresentato un impedimento per gli *asset owners* nell'adozione di strategie di investimento di lungo periodo<sup>77</sup>.

Sotto quest'ultimo particolare aspetto la Commissione, formulando un'apposita domanda<sup>78</sup> nell'ambito della consultazione, ha sostanzialmente esortato

74 Cfr. Libro verde *The EU corporate governance framework*, cit., nota n. 47, p. 13.

75 Libro verde *The EU corporate governance framework*, cit., p. 13.

76 Sul punto la Commissione ha voluto evidenziare che *"il volume di operazioni sulle principali borse mondiali rappresenta attualmente (ndr: nel 2011) il 150% della capitalizzazione di borsa aggregata annua il che corrisponde ad un periodo medio di detenzione di 8 mesi"*. Così si esprime la Commissione europea nel Libro verde in esame trattando del tema della predilezione del breve termine da parte dei mercati finanziari degli azionisti, par. 2.2, p. 12.

77 Il Libro verde si riferisce, in particolare, alla normativa sui requisiti patrimoniali di solvibilità - *Solvency II* e alle norme contabili applicabili ai fondi pensione, finalizzate a promuovere una maggior trasparenza e una valutazione più realistica dei mercati.

78 Quesito n. 13 del Libro verde.

le parti interessate ad indicare eventuali norme comunitarie vigenti che potrebbero in qualche modo avere indotto gli investitori a prediligere investimenti a breve termine, chiedendo altresì in che modo tali norme potrebbero venire modificate per evitare simili comportamenti.

Le norme comunitarie più frequentemente menzionate dagli operatori sono state le seguenti:

1. La **Direttiva 2009/138/CE** in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (*Solvency II*): essa, imponendo particolari obblighi di prudenza e diligenza alle imprese di assicurazione al fine di tutelarne il relativo capitale ha, di fatto, indotto le stesse a prediligere gli investimenti in obbligazioni, scoraggiando al tempo stesso la detenzione di partecipazioni azionarie e riducendone così la propensione ad agire come investitori a lungo termine. Gli obblighi di prudenza e di diligenza hanno determinato, infatti, un incentivo per gli investitori istituzionali ad assumere comportamenti passivi, consistenti nel cercare di riprodurre quello che è il generale andamento del mercato piuttosto che, ad esempio, appoggiare un *management* ritenuto valido ma non adeguatamente apprezzato dal mercato<sup>79</sup>. Più in generale, tutte le disposizioni sulla concentrazione dei rischi (applicabili sia ai fondi pensione che alle società di assicurazione) che pongono limiti al numero di azioni detenibili in una società da parte degli investitori istituzionali (direttamente o tramite fondi di investimento) riducono, di fatto, la propensione all'investimento degli investitori stessi.
2. La **Direttiva 2004/39/CE** relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID). La *Federation of European Securities Exchange* (FESE), nelle proprie osservazioni al Libro verde del 2011, ha rilevato come la Direttiva MiFID sia eccessivamente concentrata sul tema della riduzione dei costi di negoziazione dei titoli per i fornitori di infrastrutture (mercati, controparti centrali, depositari centrali) senza, viceversa valutare con la dovuta attenzione l'impatto che la riforma dei mercati avrebbe (ed ha) avuto sugli emittenti e sugli investitori<sup>80</sup>. A causa di una generale diminuzione della trasparenza avutasi con la MiFID, secondo il FESE, gli investitori avrebbero perso la visione globale dei prezzi di una data azione e gli azionisti avrebbero perso confidenza con lo stesso processo di formazione dei prezzi di una certa azione e con la loro capacità di controllare l'andamento dei propri investimenti; a loro volta gli emittenti avrebbero perso la possibilità di sapere chi stesse attivamente negoziando le azioni della società e in quale luogo. Inoltre, mentre prima della MiFID la società, con la scelta del mercato in cui quotarsi, entrava in una relazione a lungo termine con il mercato (avendo certezze in punto di trasparenza, chiarezza, regolamentazione e integrità del mercato), con l'entrata in vigore della Direttiva la negoziazione di una qualsiasi azione si è

79 Cfr. le osservazioni dell'ECLC al Libro verde.

80 Tra l'altro, segnala lo stesso FESE, la MiFID avrebbe dato un'importanza eccessiva al ruolo del mercato nei costi di negoziazione. Uno studio svolto per la Commissione avrebbe, infatti, dimostrato che i costi di negoziazione delle azioni dovuti ai mercati rappresentano il 4,5% dei costi totali sopportati dagli investitori. Al contrario, la maggior parte dei costi delle transazioni è imputabile ai *brokers* e alle banche depositarie (93%). A far data dalla MiFID, questi costi sono effettivamente diminuiti in modo significativo, ma solo in parte grazie alla MiFID, in quanto una parte della riduzione è dovuta alle innovazioni tecnologiche nel frattempo affermatesi.



frammentata in diverse sedi di negoziazione. La MiFID ha avuto un impatto negativo anche sulle piccole e medie imprese quotate: l'aver creato una piattaforma di negoziazione pan-europea incentrata sulla negoziazione dei titoli più liquidi e lucrativi (*blue-chip*) ha infatti compromesso il modello tradizionale dei mercati in Europa, che aveva consentito in passato a molte società di accedere al mercato dei capitali anche se con una liquidità inferiore rispetto alle c.d. *blue-chip*. Difatti a seguito della concentrazione della trattazione dei titoli maggiormente liquidi in poche piattaforme paneuropee, si è avuta una conseguente perdita di consistenti entrate da parte di taluni mercati finanziari nazionali, con la conseguenza che questi ultimi hanno dovuto innalzare i costi di quotazione o, addirittura, negare l'accesso a società con bassa liquidità.

3. I principi IAS IFRS - L'attuale formulazione della norma IAS 39 [e la proposta di novembre 2009 dell'*International Accounting Standards Board* (IASB) di sostituirla con lo IFRS 9] attribuisce una importanza eccessiva alla contabilizzazione a valori di mercato degli strumenti finanziari, costringendo le società a continue rivalutazioni delle poste contabili. Questa modalità di contabilizzazione (concernenti il c.d. "*marked to market*" e il c.d. "*fair value*") può favorire comportamenti di breve termine degli investitori, scollegati alle attività reali delle società partecipate e ad una loro valutazione di tipo 'storico'.
4. La Direttiva *Transparency* in tema di rendicontazione trimestrale (*quarterly reports* o resoconto intermedio di gestione) e connessa ad eventi significativi, sottolineando l'importanza di avere una costante ed accurata valutazione da parte del mercato del valore corrente dei titoli di una società, sembra aver in qualche modo indotto le società a compiere investimenti a breve termine.

### 5.3 La relazione di agenzia tra gli "*asset owners*" e gli "*asset managers*"

Come accennato, la Commissione europea, pur essendo consapevole del fatto che non tutti gli investitori debbano necessariamente scegliere di impegnarsi attivamente nelle società in cui hanno investito (potendo legittimamente prediligere un modello di investimento orientato al breve termine senza un impegno attivo), ritiene comunque che sia l'impegno attivo degli investitori a lungo termine quello che possa produrre gli effetti maggiormente positivi sul governo della società.

Da questo punto di vista particolarmente delicato ed interessante risulta essere il tema della relazione di agenzia esistente tra gli *asset owners* e gli *asset managers* e la tendenza che si registra, anche in questo campo, alla predilezione dell'ottica di breve termine.

#### 5.3.1 Lo "*short-termism*" e i contratti di gestione del risparmio

Nel Libro verde del 2011 è stato sostenuto che il modo di valutare i risultati raggiunti dagli *asset managers* e la struttura d'incentivo delle loro remunerazioni e

delle commissioni potrebbe indurre tali gestori a prediligere risultati di breve termine, soprattutto nei casi in cui la valutazione dei risultati avviene facendo riferimento a tale breve termine<sup>81</sup>. Tant'è che da un'analisi empirica condotta dalla Commissione risulterebbe che molti *asset managers* "vengono scelti, valutati e retribuiti sulla base di risultati relativi a breve termine"<sup>82</sup>.

Si aggiunga che, a parere della Commissione, gli incentivi al breve termine nelle strutture remunerative dei contratti di gestione degli *assets* possono produrre effetti distorsivi sulla politica d'investimento e contribuire notevolmente a stimolare lo *short-termism* degli *asset managers*, fatto che, a sua volta, potrebbe potenziare l'apatia degli azionisti. Per questa ragione, già nella consultazione che è seguita alla pubblicazione del Libro verde del 2010 sugli istituti finanziari, molti soggetti avevano sostenuto la necessità di divulgare più ampiamente le informazioni sulle strutture di incentivo per gli *asset managers*. Tant'è che, a tale riguardo, la Commissione ha invocato una riflessione sull'opportunità di introdurre misure aggiuntive per un miglior allineamento degli interessi degli investitori a lungo termine e gli *asset managers* stessi, ad esempio mediante la definizione di una serie di principi d'investimento<sup>83</sup>.

A tale scopo, la Commissione ha voluto conoscere il parere di operatori e attori del settore con riguardo alla necessità di adottare misure relative alla valutazione dei risultati e alla struttura di incentivo degli *asset managers* che si occupano dei portafogli degli *asset owners* a lungo termine<sup>84</sup>.

La maggioranza dei soggetti intervenuti alla consultazione ha confermato l'esigenza di adottare misure in materia di strutture di compensi e d'incentivi degli *asset managers* (ad esempio incoraggiando gli *asset owners* a valutare le prestazioni degli *asset managers* in un orizzonte temporale più lungo e remunerare gli stessi gestori con incentivi che riflettano la natura a lungo termine dei loro investimenti<sup>85</sup>). Di questi, la maggior parte si è dichiarata favorevole ad introdurre misure legislative.

Come possibile soluzione al problema la maggior parte dei soggetti intervenuti alla consultazione ha ritenuto utile il ricorso a misure normative; pochi altri, invece, preferirebbero che tali regole fossero contenute in un codice o affidate all'autoregolamentazione (alcuni hanno espressamente richiamato l'esperienza inglese che ha portato all'emanazione di un codice: *UK Stewardship Code*).

I soggetti favorevoli alla proposta della Commissione hanno ritenuto utile addivenire ad una situazione di maggior trasparenza delle strutture dei compensi e

81 Si segnala che la Commissione sul tema del fenomeno dello *short-termism* ha mostrato di condividere le conclusioni raggiunte in due recenti studi: P. WOOLLEY, *Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy*, in *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010, 121, e L. DALLAS, *Short-Termism, the Financial Crisis and Corporate Governance* (March 21, 2011), 28. *San Diego Legal Studies Paper No. 11-052*. V. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1794190>.

82 Libro verde *The EU corporate governance framework*, cit., p. 14.

83 Così si esprime la Commissione nel Libro verde *The EU corporate governance framework*, cit., p. 14.

84 Domanda n. 14 del Libro verde.

85 L'osservazione è contenuta nel contributo dell'ESMA alla consultazione.

degli incentivi, oppure prevedere che gli *asset managers* siano tenuti a sottoporre ai clienti una relazione che indichi tutti gli elementi della struttura dei compensi, come i compensi siano legati alla *performance* a lungo termine e come gli incentivi siano conformati agli obiettivi degli investitori.

Per quanto riguarda le forme di incentivazione degli investimenti a lungo termine se, da un lato, è stata ventilata l'ipotesi di valutare l'opportunità di introdurre forme di incoraggiamento nel pagamento di dividendi (maggiori) da parte delle società partecipate ed a favore degli investitori a lungo termine<sup>86</sup>, dall'altra, è stata più ampiamente condivisa l'idea di riconoscere agli *asset managers* compensi più alti in relazione alle *performances* di lungo termine realizzate<sup>87</sup>.

Anche l'ECLC, considerando che gli *asset managers* hanno un forte incentivo a non perdere il mandato conferitogli e, quindi, a prediligere un approccio a breve termine, ha ritenuto pertanto maggiormente efficace combattere tale *short-termism* mediante l'introduzione di incentivi rivolti agli *owners* che conferiscono l'incarico, piuttosto che riconoscere incentivi agli *asset managers*.

### 5.3.2 Il difetto di trasparenza nell'esecuzione di incarichi fiduciari

Affinché gli *asset owners* possano esercitare un miglior controllo sui loro *managers* ed influenzarne così maggiormente il processo di investimento, alla Commissione è apparso utile rendere maggiormente trasparenti le modalità di esecuzione dei mandati ricevuti da parte dei secondi al fine di consentire ai primi di: seguire più da vicino gli investimenti effettuati, comprendere più chiaramente i rischi e le commissioni cui sono tenuti e, in ultima analisi, agevolare un effettivo monitoraggio sulla gestione.

Più esattamente, tale obiettivo potrebbe essere perseguito mediante l'introduzione dell'obbligo di rendere trasparenti le strategie di investimento adottate dagli *asset managers*, il costo della rotazione del portafoglio, la compatibilità o meno di tale rotazione con la strategia scelta, i costi e i benefici derivanti da un impegno attivo o, ancora, attraverso la pubblicazione di informazioni sul livello e sulla portata

86 In questi termini si è espresso il GOVERNO FEDERALE TEDESCO nella sua risposta alla consultazione.

87 Sul tema alcuni contributi hanno fatto riferimento ad alcune disposizioni contenute nella Direttiva UCITS IV (Direttiva 2009/65/CE Parlamento europeo e del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari) e nella Direttiva AIFM (Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sui gestori di fondi di investimento alternativi). Nel suo contributo il GOVERNO FEDERALE TEDESCO ha dato evidenza delle misure relative alla struttura d'incentivi e alla valutazione della *performance* previste sia nella Direttiva UCITS IV sia nella Direttiva AIFM per i gestori di UCITS e di fondi di investimento alternativi. Ad esempio, i gestori di UCITS sono tenuti ad indicare nelle condizioni contrattuali le modalità, l'importo e il calcolo delle remunerazioni che devono essere corrisposte dalla società agli stessi, al depositario o a terzi e dei rimborsi dei costi sostenuti dalla società ai responsabili della sua amministrazione, al depositario o ai terzi. Gli obiettivi di investimento (e quindi anche la strategia di lungo o breve periodo) sono oggetto di un accordo intervenuto tra gestori e investitori e gli amministratori devono agire esclusivamente nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato. Del pari, i gestori di fondi di investimento alternativi, secondo la Direttiva AIFM, devono agire nel miglior interesse di tali fondi o degli investitori dei fondi che gestiscono e dell'integrità del mercato. La Direttiva contiene disposizioni sulla politica remunerativa e prevede che il totale delle remunerazioni trattate sia contenuto della relazione annuale. Un'appropriata normativa sulle politiche di remunerazione è altresì prevista nel contesto della revisione della Direttiva UCITS.

dell'impegno che il proprietario degli attivi si aspetta dal gestore all'interno delle società partecipate, così come sulle politiche di voto adottate all'interno delle società da quest'ultimo.

In questo modo si contribuirebbe anche a chiarire meglio l'eventuale beneficio arrecato dall'attività posta in essere a favore degli *asset owners* nel lungo termine dagli *asset managers*.

Questa più intensa vigilanza consentirebbe agli *asset owners* di lungo periodo di decidere la rinegoziazione dei contratti di gestione degli attivi per introdurre, ad esempio, limiti alla rotazione del portafoglio ed imporre ai gestori maggiore attenzione nelle società in cui investono.

Per i descritti motivi, la consultazione ha voluto sapere dai soggetti interessati se ed in che modo la normativa comunitaria debba promuovere una vigilanza più efficace sugli *asset managers* da parte degli *asset owners* per quanto concerne le strategie, i costi, la negoziazione e la misura in cui siffatti gestori siano tenuti ad impegnarsi attivamente nelle società partecipate.

Circa la metà dei contributi alla consultazione ha concordato con la proposta di introdurre una normativa comunitaria in materia anche al fine di garantire l'uniformità e, così, la comparabilità delle comunicazioni rese dagli *asset managers*.

L'altra metà dei partecipanti alla consultazione si è, viceversa, dichiarata contraria ad una regolamentazione comunitaria ritenendo più opportune in materia misure basate sull'approccio del "*comply or explain*".

Seguendo questa seconda idea peraltro, taluni organismi pubblici (GOVERNO FEDERALE TEDESCO, ESMA e DELEGAZIONE SPAGNOLA NEL GRUPPO EUROPEO DI DIRITTO COMMERCIALE SUL QUADRO DEL GOVERNO SOCIETARIO) hanno anche evidenziato come nell'ordinamento europeo già esisterebbero disposizioni volte a raggiungere i medesimi obiettivi sopra illustrati: si tratterebbe, in particolare della Direttiva UCITS IV, della Direttiva AIFM, della Direttiva MiFID, della Direttiva *Solvency II*<sup>88</sup> e della Direttiva sui Fondi Pensione<sup>89</sup>.

88 Cfr. artt. 44 (Gestione del rischio), 49 (*Outsourcing*) e 132 (Investimenti) della Direttiva *Solvency II* (Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione).

89 In proposito, il GOVERNO FEDERALE TEDESCO, pur sostenendo che la trasparenza in merito alle strategie, ai costi, all'esercizio del diritto di voto e alla negoziazione consenta un maggior controllo degli investitori sugli *asset managers*, tuttavia ritiene opportuno non incorrere in duplicazioni normative.

In primo luogo, infatti, le Direttive UCITS 2009/65/CE e AIFM 2001/61/UE già disciplinano la trasparenza per i gestori.

Da un lato le condizioni contrattuali concluse tra investitori e gestori di UCITS devono includere, tra l'altro, un accordo sulla strategia d'investimento e sulla remunerazione; inoltre le relazioni annuali o biennali devono contenere informazioni sulle strategie d'investimento nonché sui costi e con la Direttiva 2010/43/UE (recante modalità di esecuzione della direttiva UCITS IV) vengono previste strategie sull'esercizio del diritto di voto nell'esclusivo interesse degli investitori. Dall'altro, secondo la Direttiva AIFM, i gestori di fondi di investimenti alternativi devono informare gli investitori anche in merito alla strategia d'investimento, agli obiettivi del fondo, ai costi, alle tipologie di beni in cui il fondo può essere investito, etc.

L'Autorità pubblica ha altresì richiamato le disposizioni sulla trasparenza contenute nella Direttiva MiFID (art. 19, paragrafi n. 2, 3, 8 della Direttiva 2004/39/CE e gli artt. da 27 a 34 e artt. 41, 42 contenuti nella Direttiva 2006/73/CE), della Direttiva *Solvency II* 2009/138/CE in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione

## 5.4 Gli ulteriori potenziali ostacoli ad un impegno attivo da parte degli “*asset owners*”

### 5.4.1 I conflitti di interesse

Un altro motivo che sta alla base della mancanza di un impegno attivo degli azionisti nelle società quotate è stato individuato all'interno del Libro verde nella presenza di conflitti di interessi nel settore finanziario.

In particolare gli *asset owners* sarebbero disincentivati ad investire nelle società quotate dal fatto che spesso gli *asset managers* o le società che li controllano (l'impresa madre), siano portatori di interessi economici nelle società partecipate.

Questo, ad avviso della Commissione, può succedere ad esempio, “*nei gruppi finanziari dove la succursale incaricata della gestione degli attivi può non volere esercitare i propri diritti di azionista in una società a cui la sua impresa madre fornisce dei servizi o nella quale detiene una partecipazione*”<sup>90</sup>.

A tal proposito, la Commissione ha voluto capire tramite il contributo degli osservatori: a) se la normativa comunitaria debba imporre una certa indipendenza dell'organo di governo degli *asset managers*, ad esempio rispetto all'impresa madre; b) se siano ritenuti necessari altri interventi comunitari per migliorare la divulgazione di informazioni e la gestione dei conflitti di interesse cui si è fatto cenno<sup>91</sup>.

La maggioranza degli osservatori si è dichiarata contraria all'adozione di tali tipi di misure, ritenendo già sufficienti le vigenti disposizioni comunitarie (Direttiva UCITS IV, Direttiva AIFM e Direttiva MiFID) e nazionali in materia di conflitti d'interesse degli *asset managers*<sup>92</sup>.

All'interrogativo posto in consultazione concernente una normativa comunitaria che imponga una certa indipendenza dell'organo di governo degli *asset managers* o altre specifiche misure solo la metà degli osservatori ha fornito una risposta.

Si rappresenta come, in sede di riscontro al quesito, l'ECLC abbia colto l'occasione per esporre una situazione di potenziale conflitto d'interessi per gli *asset managers* che richiede, a suo avviso, uno specifico intervento regolamentare.

Il Gruppo di esperti ritiene che esista un potenziale conflitto di interessi nei casi in cui l'*asset manager* sia costituito all'interno di una banca di investimento (ad esempio, nella forma di succursale o di agenzia della banca) che fornisce anche altri servizi alla società in cui il fondo è investito (segnatamente la consulenza finanziaria aziendale o servizi di sottoscrizione).

e di riassicurazione (artt. 44, 49 e 132) e della Direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali (Direttiva sui Fondi Pensione, artt. 18 e 19).

90 Cfr. Libro verde *The EU corporate governance framework*, cit., p. 15.

91 Domanda n. 16 del Libro verde.

92 In questo senso si sono espressi il GOVERNO FEDERALE TEDESCO, l'AMF, l'ESMA, la DELEGAZIONE SPAGNOLA NEL GRUPPO EUROPEO DI DIRITTO COMMERCIALE SUL QUADRO DEL GOVERNO SOCIETARIO e il GOVERNO BRITANNICO.

Nel caso in cui la banca di investimento abbia sottoscritto un'emissione di titoli, l'*asset manager* potrebbe essere indotto ad includere questi titoli in uno o più fondi in gestione, con il rischio che ciò non avvenga sempre nell'interesse degli investitori in questi fondi. Inoltre, quando gli *asset managers* amministrano una serie di fondi di investimento, potrebbero sorgere potenziali conflitti d'interesse nell'allocazione dei costi, benefici, etc.

Il Gruppo di esperti ha suggerito pertanto di costituire nell'ambito di conglomerati finanziari una distinta società per la gestione degli *assets* caratterizzata da amministratori in maggioranza indipendenti.

Tale soluzione, già adottata da taluni Stati membri ma non da tutti potrebbe, peraltro, determinare uno svantaggio competitivo a danno degli *asset managers* degli Stati membri che decidessero di introdurre tali regole sui conflitti di interesse.

#### 5.4.2 *Gli ostacoli alla cooperazione tra azionisti*

La Commissione da tempo sostiene che per favorire l'impegno attivo dei soci nella società occorra favorire forme di cooperazione tra gli stessi.

Già nella fase di preparazione del Libro verde sugli istituti finanziari del 2010, molti soggetti interpellati avevano suggerito alla Commissione varie soluzioni, quali:

- a) la modifica della normativa (*in primis* della definizione) comunitaria in materia di azione di concerto<sup>93</sup>, tramite l'introduzione di regole più chiare ed uniformi;
- b) l'organizzazione di appositi *forum* per favorire detta collaborazione;
- c) la creazione di un particolare sistema europeo di sollecitazione di deleghe di voto: le società quotate dovrebbero dedicare un'apposita area dei propri siti *Internet* che consenta ai soci di pubblicare informazioni riguardo a specifici punti all'ordine del giorno dell'assemblea e sollecitare deleghe di voto di altri azionisti<sup>94</sup>.

93 Si ricorda in proposito che la Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto (art. 2, co.1, lettera d) definisce le persone che agiscono di concerto "le persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o la società emittente sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e volto ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta". Il testo comunitario precisa che i fini del paragrafo 1, lettera d), le persone controllate da un'altra persona ai sensi dell'articolo 87 della Direttiva 2001/34/CE sono considerate persone che agiscono di concerto con detta persona e tra di loro (art. 2, co. 2). Inoltre, ai sensi della Direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (art. 10 lettera a) gli obblighi di notifica definiti dalla Direttiva si applicano anche a una persona fisica o giuridica nella misura in cui essa ha diritto ad acquisire, cedere o esercitare i diritti di voto nel caso in cui diritti di voto sono detenuti da un terzo con il quale tale persona fisica o giuridica ha concluso un accordo che li obbliga ad adottare, con un esercizio concertato dei diritti di voto detenuti, una politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente in questione.

94 Nel Libro verde del 2011 viene altresì dato conto del fatto che taluni investitori avrebbero altresì segnalato alla Commissione che l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto risulterebbe ancora problematico e che, pertanto, la normativa UE dovrebbe facilitarlo. A tale riguardo la Commissione ha osservato come la situazione sia sensibilmente migliorata a seguito dell'attuazione della Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di

Successivamente con il Libro verde del 2011 sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, la Commissione ha chiesto l'opinione delle parti interessate circa i modi con cui l'Unione europea potrebbe facilitare la cooperazione tra azionisti<sup>95</sup>.

Numerosi contributi presentati dai soggetti partecipanti al dibattito europeo sono risultati in sintonia con l'esigenza di favorire la cooperazione tra gli azionisti mediante un chiarimento, a livello comunitario, delle disposizioni che regolano l'azione di concerto (anche tramite l'individuazione di ipotesi tassative che non configurano la fattispecie in esame: una sorta di *safe harbour*), nonché della parte della Direttiva sugli abusi di mercato che si occupa della definizione di informazione *price sensitive*.

È stato osservato, infatti, che se le definizioni di 'azione di concerto' e di notizia '*price sensitive*' venissero 'armonizzate' e, quindi, avessero il medesimo significato in tutti gli Stati membri, gli azionisti sarebbero maggiormente posti in condizione di cooperare a livello transnazionale<sup>96</sup>.

L'ESMA ha anche individuato il veicolo tramite il quale tali definizioni potrebbero venire maggiormente armonizzate: la revisione della Direttiva *Transparency*<sup>97</sup> e della Direttiva OPA<sup>98</sup>.

Di diverso avviso si è mostrata invece il GOVERNO BRITANNICO secondo cui il concetto di "azione concertata" dovrebbe essere definito non a livello comunitario, ma dai singoli Stati membri onde adattarsi meglio alle particolari situazioni nazionali. Al tempo stesso, ove il tenore delle disposizioni vigenti nazionali dovesse in qualche modo ostacolare la cooperazione tra gli azionisti, dovrebbero essere i singoli Stati membri a chiarirle per eliminare tali ostacoli.

Nello stesso senso si è espresso il TAKEOVER PANEL del Regno Unito (organo designato dal Governo di Sua Maestà quale autorità di vigilanza con poteri regolamentari in materia di OPA), secondo il quale ogni tentativo di elaborare regole comunitarie uniformi sul concetto di azione concertata potrebbe risultare controproducente per la regolamentazione delle acquisizioni di controllo, dal momento che limiterebbe la discrezionalità volutamente lasciata ai regolatori nazionali dalla Direttiva OPA con l'attuale ampia definizione di azione concertata.

Taluni contributi alla consultazione si sono, inoltre, dichiarati favorevoli ad introdurre a livello europeo regole che agevolino i contatti e le comunicazioni tra gli

società quotate. In ogni caso, consapevole del fatto che sussiste tuttora un "*problema di circolazione effettiva di informazioni pertinenti tra emittente e azionista, soprattutto nelle situazioni transfrontaliere*", la Commissione ha dichiarato di volersi occupare del tema, non con il Libro verde del 2011, ma nel contesto dei lavori sull'armonizzazione della normativa in materia di strumenti finanziari.

95 Domanda n. 17 del Libro verde.

96 In questo senso si esprime l'ECLF.

97 Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE.

98 Direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio concernente le offerte pubbliche di acquisto.

azionisti tramite l'istituzione di funzioni *ad hoc* all'interno dei siti *Internet* delle società (ad esempio *forum*)<sup>99</sup> così implementando l'efficacia dell'attuale sistema di voto transnazionale. La predisposizione di siffatte piattaforme *web* (eventualmente strutturate in reti) permetterebbe ai soci di: identificare gli altri azionisti, comunicare e scambiare opinioni, cercare sostegno su determinate questioni oggetto di voto, rafforzare la propria informazione e la cooperazione in ambito europeo.

Il GOVERNO FEDERALE TEDESCO, peraltro, sul tema ha voluto segnalare come in Germania l'utilizzo da parte dei soci di una piattaforma *Internet* - già prevista nell'ordinamento tedesco - non abbia sviluppato, in realtà, una particolare cooperazione tra gli azionisti.

### 5.5 I consulenti in materia di voto

Il Libro verde del 2011 ha sottolineato come molti investitori istituzionali in possesso di portafogli titoli estremamente diversificati, al fine di fronteggiare le difficoltà pratiche che sorgono al momento di valutare come votare in assemblea nelle società partecipate sui punti iscritti all'ordine del giorno si avvalgono frequentemente dei servizi forniti da consulenti in materia di voto (*proxy advisors*): consigli sul voto, deleghe di voto e valutazioni del governo societario.

Di qui la rilevanza dell'influenza sul voto di questi consulenti, in particolare nei mercati con elevata percentuale di investitori internazionali che, come detto, più degli altri, ricorrono ai consigli di voto per investimenti in società estere.

A tale riguardo, nella fase di preparazione del Libro verde, sono stati evidenziati problemi in relazione: alla insufficiente trasparenza circa i metodi e la professionalità utilizzati dai consulenti in materia di voto per la preparazione delle consulenze, alla possibile sussistenza di conflitti d'interessi e alla mancanza di concorrenza nel settore.

La Commissione ha pertanto voluto sapere dai partecipanti alla consultazione se occorra imporre, con normativa comunitaria<sup>100</sup>:

- una maggior trasparenza sui metodi di analisi utilizzati dai consulenti in materia di voto, sui conflitti di interessi, sulla politica adottata per gestire i medesimi e sull'eventuale applicazione, in materia, di un codice di condotta (o, più semplicemente, di norme interne di condotta);
- una qualche limitazione all'attività dei *proxy advisors* nei casi in cui questi prestino attività di consulenza sia agli investitori istituzionali in materia di voto, sia alle società partecipate da questi ultimi in materia di *governance*<sup>101</sup>.

99 È questa l'idea fatta propria, tra gli altri, dalla DELEGAZIONE SPAGNOLA NEL GRUPPO EUROPEO DI DIRITTO COMMERCIALE SUL QUADRO DEL GOVERNO SOCIETARIO che ha altresì proposto di rendere pubblica in modo permanente l'elenco degli azionisti nonché la creazione di un sistema europeo di sollecitazione di deleghe di voto. Inoltre, per siffatta autorità si dovrebbe rafforzare la trasparenza e l'accesso alle liste di azionisti con la riduzione dei costi di tale accesso, in modo da rendere più agevole l'associazione di azionisti di minoranza, specialmente con riguardo alle politiche di voto nell'assemblea generale.

100 Domande n. 18 e 19 del Libro verde.



La maggior parte dei contributi alla consultazione si è detta favorevole all'introduzione di una siffatta normativa a livello comunitario (in particolare separando obbligatoriamente i servizi resi agli investitori da quelli resi alle società partecipate o rendendo obbligatoria per i *proxy advisors* una *disclosure* in merito a tale duplice attività)<sup>102</sup>.

Alcuni hanno altresì proposto di iscrivere i *proxy advisors* in un apposito registro e di renderli soggetti a qualche forma di vigilanza, oltre che di prevedere che gli investitori istituzionali i quali si avvalgono dei loro servizi ne diano informazione al mercato.

Dal canto suo la DELEGAZIONE SPAGNOLA NEL GRUPPO EUROPEO DI DIRITTO COMMERCIALE SUL QUADRO DEL GOVERNO SOCIETARIO, ritenendo necessaria una maggiore trasparenza dell'attività resa dai *proxy advisors*, ha suggerito specifiche misure quali:

- la comunicazione al pubblico dei modelli di governo utilizzati dai consulenti in materia di voto: linee guida, *standards* e metodologie impiegate nell'elaborazione di raccomandazioni di voto;
- la divulgazione al pubblico di tutte le raccomandazioni di voto e decisioni da parte di tali consulenti;
- l'attuazione di un rigido processo di *due diligence*.

## 5.6 L'identificazione degli azionisti

Secondo quanto riferito nel Libro verde, l'Unione europea sarebbe stata sollecitata ad adottare misure per accrescere il livello di trasparenza degli azionisti nei confronti delle società quotate<sup>103</sup>, in modo da consentire a queste ultime di poter meglio dialogare con i propri soci (soprattutto in materia di governo societario) ed incrementare l'impegno attivo degli azionisti nelle società partecipata.

In proposito, la Commissione ha puntualizzato<sup>104</sup> che circa due terzi degli Stati membri garantiscono già agli emittenti il diritto di conoscere l'identità dei propri azionisti nazionali e che la Direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli

101 Al riguardo, il GOVERNO FEDERALE TEDESCO ha suggerito l'introduzione del principio di separazione tra attività di consulenza agli investitori istituzionali e attività di consulenza sul governo societario resa a favore degli emittenti, solamente nel caso in cui gli obblighi di trasparenza non risultassero efficaci.

102 Più in particolare l'idea di una normativa comunitaria finalizzata ad una maggior trasparenza dei consulenti in materia di investimento è stata condivisa da più di due terzi di quanti hanno fornito risposta alla consultazione mentre, con riguardo alla necessità di ulteriori misure, non sembra essersi registrata una schiacciante posizione maggioritaria favorevole.

103 La problematica era stata sollevata anche nel contesto del Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione il quale, tuttavia, si limitava a prendere in esame gli istituti finanziari.

104 Si rinvia per ulteriori dettagli all'analisi di mercato sui regimi riguardanti la trasparenza degli azionisti in Europa a *Market analysis of shareholder transparency regimes in Europe*, Taskforce del T2S della Banca Centrale Europea sulla trasparenza degli azionisti, del 9 dicembre 2010, in: <http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-responseanalysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81>.

obblighi di trasparenza<sup>105</sup>, con le relative misure di attuazione a livello nazionale, ha anche previsto un certo grado di trasparenza in caso di partecipazioni al di sopra di una determinata soglia.

La Commissione ha altresì dato conto dell'esistenza di opinioni contrarie alla creazione di uno strumento europeo per l'identificazione degli azionisti; opinioni che muovono dalla considerazione del fatto che i moderni mezzi di comunicazione consentirebbero già di informare agevolmente i soci e i potenziali investitori sulle questioni relative al governo societario nonché di ottenerne il parere.

Inoltre, una migliore conoscenza degli azionisti, per la Commissione, potrebbe determinare una sorta di "inamovibilità" degli amministratori, potendo questi ultimi difendersi meglio da eventuali iniziative intraprese dagli azionisti per opporsi alla loro attività; a ciò si aggiunga che in alcuni Stati membri la protezione dei dati personali può impedire agli intermediari di trasmettere informazioni sugli azionisti agli emittenti.

Sul punto, la Commissione ha chiesto quindi al mercato se appaia necessario un meccanismo europeo (tecnico e/o giuridico), deputato a consentire agli emittenti di identificare i propri azionisti, in maniera tale da facilitare il dialogo in materia di governo societario e se un simile meccanismo sia in grado di favorire la cooperazione tra investitori<sup>106</sup>.

La maggioranza di quanti hanno preso parte al dibattito europeo ha concordato sulla opportunità di introdurre l'accennato meccanismo europeo<sup>107</sup> mediante: a) la realizzazione di *forum* per gli azionisti su siti *web* delle società emittenti, b) l'abbassamento delle soglie per la comunicazione di partecipazioni rilevanti previste nella Direttiva 2004/109/CE sulla trasparenza (in modo da garantire agli emittenti una conoscenza più ampia degli azionisti), e c) l'introduzione dell'obbligo per gli Stati membri di garantire il mutuo riconoscimento dei meccanismi di identificazione nazionali esistenti (unitamente all'introduzione di uno strumento obbligatorio di trasparenza nazionale, ove mancante).

Si è discusso anche sul fatto di prevedere tale identificazione a favore della sola società emittente o di renderla accessibile a tutti gli azionisti.

Per quanto riguarda i contributi espressi dalle principali Autorità pubbliche che hanno partecipato alla consultazione, si segnala come l'ESMA, il GOVERNO BRITANICO, il GOVERNO FEDERALE TEDESCO e l'AMF<sup>108</sup> hanno concordato nel ritenere che la

105 Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE.

106 Cfr. domanda n. 20 del Libro verde.

107 Il 58% dei soggetti partecipanti alla consultazione ha preso posizione sul punto: tre quarti di questi soggetti che hanno fornito risposta al quesito ha ravvisato l'esigenza di un meccanismo europeo di identificazione degli azionisti e solo un quarto si è manifestato contrario.

108 L'AMF ha ritenuto che la Commissione dovrebbe valutare un meccanismo di identificazione dell'azionariato moderno e legale a livello comunitario.

Direttiva sulla *Transparency* e le legislazioni interne, in realtà, già consentono agli emittenti di identificare gli azionisti in maniera soddisfacente.

Interessante sul punto appare la posizione espressa all'ECLF. Il Gruppo europeo di esperti ritiene infatti che, per rafforzare la partecipazione degli azionisti alla società, dovrebbe introdursi a livello comunitario una particolare forma di sollecitazione di deleghe: occorrerebbe obbligare le società quotate ad attivare, sui rispettivi siti *web*, una specifica funzione attraverso cui gli azionisti qualificati possano inserire informazioni concernenti questioni poste all'ordine del giorno della assemblea e sollecitare al riguardo deleghe da altri azionisti.

Secondo il Gruppo di esperti, al fine di impedire l'uso a breve termine di tale sistema di raccolta di deleghe, gli azionisti sarebbero tenuti a precisare sia la quota di capitale posseduta, sia la data dalla quale sono divenuti azionisti (ad es.: il possesso azionario dovrebbe avere una consistenza compresa tra l'1 e il 5% del capitale sociale e il periodo continuativo di possesso dovrebbe essere non inferiore ad un anno).

Con tale sistema elettronico di sollecitazione di deleghe sui propri siti informatici, le società quotate potrebbero agevolare l'esercizio del diritto di voto sulle questioni affrontate nelle assemblee generali, sia mediante una sorta di voto telematico da esercitare tramite il sito, sia consentendo ad un soggetto terzo di organizzare il processo di voto elettronico per conto della società.

## 5.7 La tutela degli azionisti di minoranza

Posto che difficilmente gli azionisti di minoranza scelgono di impegnarsi in società dove sono presenti azionisti di controllo che nominano il *management* (modello di governo societario, questo, molto diffuso in Europa), la Commissione europea si è interrogata sul fatto se in tali tipi di società sia possibile adottare efficacemente l'approccio del "*comply or explain*" (richiedendo di rendere conto nella dichiarazione sul governo societario dei comportamenti che si discostino dagli *standards* prefissati nei codici di governo societario), specie nei casi in cui non sia garantita adeguata tutela agli azionisti di minoranza.

Per questa ragione la Commissione si è anche chiesta se la vigente normativa europea sia giudicata sufficiente a proteggere gli interessi dei soci di minoranza contro potenziali abusi da parte di un azionista di controllo (e/o del *management*).

### *5.7.1 La scarsa partecipazione degli azionisti di minoranza nelle società con socio dominante o di controllo e i suoi effetti sul meccanismo del "comply or explain"*

In primo luogo la Commissione si è chiesta se la difficoltà (o il disinteresse) degli azionisti di minoranza di rappresentare efficacemente i propri interessi all'interno delle società dove è presente un socio di controllo possa, in qualche modo, depotenziare il principio del "*comply or explain*".

Sul tema, all'interno del Libro verde, la Commissione ha posto uno specifico quesito<sup>109</sup> con cui ha chiesto al mercato se gli azionisti di minoranza debbano godere di maggiori diritti "in modo da poter rappresentare più efficacemente i propri interessi in società dove siano presenti azionisti dominanti o di controllo", ricordando come, ad esempio, "alcuni Stati membri (ad es. l'Italia) riservano agli azionisti di minoranza alcuni posti all'interno del consiglio di amministrazione"<sup>110</sup>.

In prevalenza i riscontri alla consultazione hanno ritenuto che gli azionisti di minoranza godano già di sufficiente protezione negli ordinamenti nazionali<sup>111</sup>.

Molti osservatori, proprio facendo riferimento al caso italiano espressamente citato dalla Commissione nel Libro verde, si sono detti favorevoli all'ipotesi di introdurre a livello europeo la regola che impone la presenza nel *board* di un numero prefissato di membri indipendenti, mentre si sono dichiarati contrari all'ipotesi di una rappresentanza degli azionisti di minoranza nel *board*<sup>112</sup>.

#### 5.7.2 La protezione contro eventuali abusi (e le operazioni con parti correlate)

La Commissione ha analizzato la questione della protezione degli azionisti anche con riferimento alle operazioni con parti correlate, operazioni con cui gli azionisti di controllo e/o il consiglio di amministrazione possono variamente estrarre vantaggio dalla società di appartenenza e a danno degli interessi dei soci di minoranza, tramite operazioni concluse con società controllate, controllanti, sottoposte a comune controllo, collegate, ecc.

Sul tema, la stessa Commissione ha evidenziato come, per diversi investitori dalla stessa interpellati nella corso della preparazione del Libro verde in esame, la normativa europea che già si occupa di alcuni aspetti delle operazioni delle società con parti correlate (ad esempio la contabilizzazione e la divulgazione delle informazioni relative a tali operazioni<sup>113</sup>), è stata giudicata insufficiente in quanto inadeguata e intempestiva.

109 Domanda n. 21 del Libro verde.

110 Cfr. Libro verde *The EU corporate governance framework*, cit., p. 19.

111 V. il contributo alla consultazione offerto dal GOVERNO BRITANNICO e dal GOVERNO FEDERALE TEDESCO.

112 Peculiare risulta il riscontro fornito dalla DELEGAZIONE SPAGNOLA NEL GRUPPO EUROPEO DI DIRITTO COMMERCIALE SUL QUADRO DEL GOVERNO SOCIETARIO che ha proposto una nuova definizione di minoranza che tenga conto della capitalizzazione della società. In altre parole l'idea sarebbe quella di introdurre il concetto di "minoranza decrescente" e richiedere, per l'esercizio dei diritti della minoranza, una minore percentuale di capitale tanto maggiore è il capitale della società.

113 La normativa comunitaria richiede alle società di includere nei loro conti annuali una nota sulle operazioni realizzate con parti correlate, compresi gli importi di tali operazioni, la natura delle operazioni e altre informazioni necessarie (cfr. art. 43, co. 1, punto 7-ter, della Quarta Direttiva 78/660/CEE del Consiglio, del 25 luglio 1978, relativa ai conti annuali di taluni tipi di società e l'articolo 34, punto 7-ter, della settima Direttiva 83/349/CEE del Consiglio, del 13 giugno 1983, relativa ai conti consolidati).

Per la soluzione del problema, il *Forum* europeo sul governo societario<sup>114</sup> ha suggerito alla Commissione, per le operazioni con parti correlate che eccedano una determinata soglia, la nomina da parte degli amministratori della società di un esperto indipendente che fornisca un parere imparziale agli azionisti di minoranza sulle condizioni delle operazioni con parti correlate, nonché l'approvazione da parte dell'assemblea generale per le operazioni di portata significativa. La pubblicità delle assemblee generali, secondo il *Forum*, rappresenterebbe inoltre, di per sé, un valido deterrente per dissuadere gli azionisti di controllo dall'eseguire talune operazioni e permetterebbe, comunque, agli azionisti di minoranza di opporsi alla decisione di approvazione dell'operazione.

Ciò premesso, con la consultazione pubblica la Commissione ha voluto sapere dagli operatori se ed in che modo gli azionisti di minoranza necessitino di una maggiore protezione con riferimento alle operazioni con parti correlate<sup>115</sup>.

La maggioranza dei contributi trasmessi alla Commissione si è dichiarata contraria all'ipotesi di un nuovo intervento comunitario in materia ritenendo: a) sufficiente addivenire ad un chiarimento e ad una semplificazione delle regole già esistenti, b) necessario comunque, in via preventiva, valutare bene l'impatto che potrebbe avere una nuova regolamentazione in materia, c) inopportuno attribuire all'assemblea il compito di valutare tali tipi di operazioni.

Maggiormente favorevoli rispetto all'ipotesi di un nuovo intervento normativo europeo volto a potenziare la protezione degli azionisti di minoranza nelle operazioni con parti correlate si sono, invece, dimostrate le Autorità pubbliche che hanno partecipato alla consultazione<sup>116</sup>.

Nello specifico, la DELEGAZIONE SPAGNOLA NEL GRUPPO EUROPEO DI DIRITTO COMMERCIALE SUL QUADRO DEL GOVERNO SOCIETARIO, nel dirsi favorevole al rafforzamento degli obblighi vigenti di trasparenza nonché ad un controllo più esteso (anche di tipo preventivo) di tali operazioni anche da parte degli azionisti, ha ritenuto altresì necessario uniformare maggiormente la normativa europea relativamente all'obbligo del consiglio di definire le politiche concernenti l'analisi e la comunicazione di operazione con parti correlate.

L'ESMA e l'AMF, invece hanno ipotizzato l'introduzione di regole volte a prevedere, alternativamente, un'approvazione preventiva da parte del consiglio, o dei soli

114 Cfr. *Forum* europeo sul governo societario, *Statement of the European Corporate Governance Forum on Related Party Transactions for Listed Entities*, del 10 marzo 2011 (in [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf\\_related\\_party\\_transactions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_related_party_transactions_en.pdf)). Si ricorda che il *Forum* è stato istituito con decisione della Commissione del 15 ottobre 2004 (2004/706/CE) con il compito di favorire la convergenza dei codici nazionali di governo societario e, se richiesto o di sua iniziativa, prestare consulenza strategica alla Commissione su questioni di politica di governo societario nella prospettiva di sviluppare pratiche uniformi di governo societario negli Stati membri.

115 Cfr. domanda n. 22 del Libro verde.

116 Si segnala, peraltro, che l'Italia, il Regno Unito e la Germania già dispongono di normative nazionali di dettaglio in materia di operazioni con parti correlate. In Italia, in particolare, la Consob, con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, ha adottato il Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010), attuativo dell'art. 2391-bis del codice civile nonché degli articoli 113-ter, 114, 115 e 154-ter del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

amministratori indipendenti (non coinvolti quindi nelle operazioni) o, ove ritenuto necessario, dell'assemblea generale dei soci, rispetto alle operazioni con parti correlate maggiormente importanti.

L'ECLC ha condiviso la proposta del *Forum* europeo in materia di governo societario di sottoporre al voto di approvazione degli azionisti (con esclusione dal voto del socio 'parte correlata') le transazioni che rappresentano più del 5% dell'attivo della società o che hanno un significativo impatto sui profitti o sul *turnover*; l'ECLC ha anche suggerito l'idea di introdurre una sorta di scrutinio da parte degli amministratori indipendenti del *board* sulla convenienza delle condizioni di ogni operazione con parti correlate, sulla base di relazioni presentate da esperti indipendenti.

### 5.8 La partecipazione azionaria dei dipendenti

L'interesse dei lavoratori alla sostenibilità nel lungo periodo della società in cui prestano la propria attività è un elemento che, secondo la Commissione, deve essere preso in particolare considerazione in materia di *corporate governance*.

La partecipazione dei dipendenti all'attività di impresa può assumere diverse forme: rendendoli destinatari di una particolare informazione, rendendo obbligatoria una loro consultazione o facendoli sedere all'interno dell'organo di amministrazione.

La partecipazione può essere anche di tipo finanziario e realizzarsi tramite l'assunzione da parte degli stessi di una partecipazione azionaria nel capitale sociale. Per tale via verrebbe, altresì, implementata la partecipazione a lungo termine degli azionisti (in questo caso azionisti/dipendenti) alla società.

Tale partecipazione che, tra le altre cose, accresce l'impegno, la motivazione, la produttività dei dipendenti e riduce le tensioni aziendali, è stata già da lungo tempo sperimentata in alcuni paesi europei, tra i quali, come noto, la Germania<sup>117</sup>.

Per tali motivi, attraverso la consultazione si è voluta conoscere la posizione delle parti interessate circa la necessità di introdurre a livello europeo una normativa che possa in qualche modo facilitare la partecipazione azionaria dei dipendenti<sup>118</sup>.

Nonostante i soggetti che hanno partecipato alla consultazione europea ritengano che la partecipazione azionaria dei dipendenti alla società possa produrre effetti positivi, tra gli stessi, in ogni caso, non si è registrata una maggioranza favorevole rispetto ad un intervento comunitario.

Molti riscontri alla consultazione pubblica, infatti, si sono espressi nel senso di ritenere che in materia debba prevalere il principio della libertà di organizzazione

<sup>117</sup> Sul punto si veda la Comunicazione della Commissione sul quadro per la promozione della partecipazione finanziaria dei lavoratori dipendenti, COM 2002(364), nonché il c.d. "*Pepper report IV*", *Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union*, 2008, in <http://www.eurofound.europa.eu/docs/areas/participationatwork/pepper4.pdf>.

<sup>118</sup> Domanda n. 23 del Libro verde.

dell'impresa (quale corollario del più generale principio della libertà di iniziativa economica) e che, quindi, debbano essere le singole società a decidere in proposito<sup>119</sup>.

Peculiare è stato il contributo dell'AMF, secondo la quale occorrerebbero maggiori iniziative comunitarie per promuovere la partecipazione azionaria dei dipendenti che tenessero peraltro conto di principi quali la sana e prudente gestione dei risparmi dei dipendenti e la diversificazione del rischio negli investimenti.

Per tale Regolatore pertanto, sul modello delle misure previste nella normativa francese, dovrebbe darsi importanza a quelle che, ad esempio:

- prevedono uno speciale prezzo di sottoscrizione delle azioni (ridotto) nelle operazioni di aumento di capitale riservate ai dipendenti;
- consentono distribuzioni di *bonus shares* o di *stock options* agli esponenti aziendali a condizione che siano offerte *bonus shares* anche ai dipendenti o si concludano accordi di condivisione degli utili (*profit sharing agreements*);
- richiedono alle società di nominare uno o più rappresentanti degli azionisti/dipendenti all'interno dell'organo di amministrazione se ed in quanto titolari di una determinata percentuale di capitale sociale.

Con riguardo al tema della trasparenza, l'AMF ha anche suggerito che nella relazione sulla gestione che l'organo di amministrazione presenta ogni anno all'assemblea generale degli azionisti sia inserito il dato relativo alla percentuale di capitale azionario detenuto dai dipendenti.

## 6 Il meccanismo del “*comply or explain*”: monitoraggio e implementazione nei codici di governo societario

L'ultima parte del Libro verde ha preso in considerazione il ruolo della *soft law* e dei codici di autodisciplina in Europa, con particolare riferimento all'approccio “*comply or explain*” come strumento di governo societario.

Come noto, la Direttiva 2006/46/CE<sup>120</sup> in tema di bilancio di esercizio e bilancio consolidato ha voluto promuovere l'applicazione dei codici di governo societario adottati a livello nazionale, imponendo alle società quotate l'obbligo di introdurre all'interno della dichiarazione sul governo societario (o, meglio, in una specifica sezione della relazione sulla gestione o in una distinta relazione) un espresso riferimento al codice di governo societario adottato (se ed in quanto adottato), nonché di

119 Il governo federale tedesco ha sostenuto in proposito che non sarebbe auspicabile un sistema comunitario uniforme in quanto lo stesso non sarebbe in grado di tenere conto delle specificità delle diverse società come anche dei sistemi sociali e legali esistenti nei singoli Stati membri. Lo stesso Gruppo di esperti di diritto commerciale europeo (ECLE) è dell'idea che sarebbe più opportuno rimettere la materia alla regolamentazione nazionale o alle negoziazioni tra datori di lavoro e lavoratori.

120 Direttiva 2006/46/CE che modifica le 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 ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari, e 91/674/CEE, relativa ai conti annuali e ai conti consolidati delle imprese di assicurazione.

informare sulle modalità della sua applicazione secondo il principio del "*comply or explain*".

Più esattamente tale principio 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 siano state effettivamente applicate (*comply*) e da quali (e per quali ragioni) invece la società ha scelto di discostarsi (*explain*). La flessibilità di questo approccio permette alle società di adattare le regole di governo societario alle caratteristiche della propria impresa, in modo che sia adeguata alle dimensioni, alla struttura dell'azionariato e alle peculiarità settoriali, accrescendo altresì la responsabilità dell'impresa nel verificare l'adeguatezza delle pratiche di governo societario.

La Commissione, più in particolare, si è soffermata ad esaminare il secondo dei profili citati del principio, ossia quello concernente le spiegazioni rese dalle società quotate in caso di mancata attuazione delle raccomandazioni contenute nei codici ("*explain*").

A tale riguardo occorre rilevare preliminarmente come, secondo una ricerca effettuata su iniziativa della Commissione europea nel 2009<sup>121</sup>, l'attuazione della Direttiva 2006/46/CE nei singoli Stati membri non è stata uniforme ed, infatti: i) alcuni Stati membri hanno ritenuto che non fosse necessario predisporre alcun atto normativo o regolamentare interno per dare attuazione alla direttiva comunitaria, in considerazione del fatto 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, nonché il principio del *comply or explain* (Danimarca, Irlanda e Romania); ii) 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); iii) 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); iv) altri Stati membri, infine, 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).

Lo stesso studio citato ha altresì evidenziato come, nonostante il principio del "*comply or explain*" sia generalmente riconosciuto (dalle autorità di regolamentazione, società ed investitori) come un adeguato strumento di *corporate governance*,

121 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 (in [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf)) 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](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf)).



tuttavia, nella sua attuazione sono state riscontrate significative carenze che limitano, di fatto, l'efficacia del quadro europeo in materia di governo societario.

Sempre secondo la ricerca citata, la complessiva qualità delle dichiarazioni sul governo societario rese dalle società che si discostano dalle raccomandazioni del codice di *corporate governance* è apparsa insufficiente: il 60% delle dichiarazioni con cui le società quotate hanno reso noto di essersi discostate da una raccomandazione indicata dal Codice di Autodisciplina o non contengono alcun chiarimento circa le ragioni di tale scelta o includono spiegazioni limitate o generiche.

La Commissione, peraltro, ha osservato che dopo il 2009 è stato registrato in molti Stati membri un miglioramento della situazione essenzialmente in virtù dell'attività informativa ed educativa predisposte da organismi pubblici e privati (autorità dei mercati finanziari, borse valori, camere di commercio, etc.).

La previsione di obblighi chiari e precisi circa la divulgazione di informazioni da parte delle società che si discostano dalle raccomandazioni consentirebbe di superare le difficoltà che talvolta si sono avute in passato nel comprendere la natura delle spiegazioni richieste.

A tale scopo, la Commissione ha additato come esempio da seguire il codice di governo societario svedese che richiede alle società: di indicare in modo chiaro nella dichiarazione sul governo societario le regole del codice disattese, di spiegare le ragioni di ogni singola inosservanza e di descrivere la soluzione alternativa adottata. La stessa Commissione ha riconosciuto, quindi, l'importanza di esigere dalle società sia una spiegazione delle ragioni alla base della non osservanza di una particolare raccomandazione sia una descrizione dettagliata della soluzione alternativa scelta<sup>122</sup>.

Con riguardo all'esigenza di garantire un'elevata qualità delle relazioni di *governance* si rileva come in pressoché tutti gli ordinamenti europei i rimedi siano stati rimessi essenzialmente all'iniziativa privata e, in ultima analisi, alla sanzione del mercato, mentre i rimedi di natura pubblicistica sono stati rivolti essenzialmente ad assicurare la mera disponibilità al mercato delle informazioni in materia previste dalla disciplina comunitaria, senza investire profili di merito legati alla valutazione della qualità dell'informativa stessa<sup>123</sup>.

Consapevole del fatto che, in questo contesto giuridico, l'esperienza ha dimostrato che gli investitori sono piuttosto reticenti ad attivare i citati rimedi privatistici, la Commissione si è interrogata se, per assicurare l'efficace funzionamento del metodo "*comply or explain*", fosse necessario rafforzare gli obblighi esistenti a livello comunitario.

122 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 nel 2011 le società quotate che hanno dichiarato di non aderire al Codice o di aver disapplicato una o più raccomandazioni erano meno del 10% (cfr. ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di autodisciplina: Risultati 2011*, p. 23).

123 Solo in pochi Stati membri operano autorità pubbliche o specializzate delegate al controllo della completezza delle informazioni contenute nelle dichiarazioni e delle relative spiegazioni.

Più in particolare la Commissione ha, quindi, ritenuto opportuno riflettere su come procedere in prospettiva di miglioramento della situazione e ha proposto nel Libro verde: a) sia il ricorso a norme che definiscano più in dettaglio i contenuti delle dichiarazioni che devono rendere le società che non rispettano le raccomandazioni in materia di governo societario, b) sia il rafforzamento della vigilanza da parte degli organismi di controllo in tale ambito.

### 6.1 Il miglioramento della qualità delle informazioni rese nella dichiarazione sul governo societario e del suo monitoraggio

L'approccio "*comply or explain*" funzionerebbe meglio, a parere della Commissione, qualora gli organismi di controllo (autorità di regolamentazione finanziaria, borse valori o altri soggetti) fossero autorizzati (non a sindacare le scelte effettuate ma) a verificare la completezza delle informazioni disponibili nonché le spiegazioni rese dalle società in relazione al 'discostamento' rispetto ad una data raccomandazione contenuta nel Codice di autodisciplina adottato; spiegazioni che, per stare alle parole del Libro verde, devono essere "*sufficiently informative and comprehensive*"<sup>124</sup>.

Le autorità deputate al descritto monitoraggio potrebbero, altresì, essere autorizzate a rendere pubblici i risultati dell'attività di controllo svolta per dare risalto alle migliori pratiche adottate dalle società e sollecitare le società stesse a dare una completa trasparenza alle pratiche medesime.

Un perfezionamento del monitoraggio si conseguirebbe, secondo il Libro verde, riconducendo la dichiarazione sul governo societario alla fattispecie delle "*informazioni previste dalla regolamentazione*" di cui alla Direttiva 2004/109/CE sulla trasparenza (art. 2, paragrafo 1, lettera k)<sup>125</sup>; in questo modo si renderebbero dette dichiarazioni sul governo societario soggette ai poteri delle autorità nazionali competenti di cui all'art. 24, co. 4, della Direttiva medesima<sup>126</sup>.

124 Cfr. Libro verde *The EU corporate governance framework*, cit., p. 19.

125 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*".

126 La Direttiva 2004/109/CE prevede all'art. 24, co. 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;*

La Commissione nel Libro verde ha, pertanto, chiesto alle parti interessate e agli operatori del settore se fosse opportuno: a) obbligare le società ad esporre compiutamente le ragioni della mancata applicazione di certe raccomandazioni contenute nei codici di governo societario e a descrivere le soluzioni alternative adottate; b) attribuire agli organismi di controllo maggiori poteri per verificare la qualità delle informazioni e delle spiegazioni fornite nella dichiarazione sul governo societario, nonché per richiedere eventualmente alle società ulteriori spiegazioni<sup>127</sup>.

Con riguardo al primo aspetto, i contributi resi alla consultazione si sono rivelati in larga maggioranza favorevoli ad obbligare le società che prendono le distanze dalle raccomandazioni dei codici di governo societario a rendere spiegazioni dettagliate in merito a tale decisione. Al riguardo i soggetti che hanno partecipato alla consultazione hanno convenuto con quanto affermato nel Libro verde della Commissione secondo cui il modello di riferimento cui tendere, in quanto ritenuto un "esempio perfetto di obbligo preciso imposto alle società", sarebbe rappresentato dalla disciplina dettata da "The Swedish Corporate Governance Code". Tale Codice di corporate governance prevede 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"<sup>128</sup>.

Più dibattuto è stato invece il tema del 'veicolo' normativo europeo da utilizzare per implementare tale informativa<sup>129</sup>.

Viceversa, la maggior parte dei riscontri è risultata contraria alla proposta di autorizzare gli organismi di controllo a verificare la qualità informativa delle spiega-

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".

127 V. domanda n. 24 e domanda n. 25 del Libro verde.

128 Cfr. *The Swedish Corporate Governance Code*, art. 10.1 (rubricato "Information on corporate governance"), in [http://www.corporategovernanceboard.se/media/45322/svenskkodbolagsstyrn\\_2010\\_eng\\_korrigerad20110321.pdf](http://www.corporategovernanceboard.se/media/45322/svenskkodbolagsstyrn_2010_eng_korrigerad20110321.pdf).

129 Se infatti, da un lato, l'ESMA ha suggerito che a livello europeo vengano indicati principi comuni che raccolgano tutti gli elementi ritenuti di buon governo per le società quotate e che suggeriscano spiegazioni di maggior dettaglio circa il 'discostamento' dalle raccomandazioni, dall'altro, il GOVERNO FEDERALE TEDESCO ha evidenziato i rischi derivanti dall'inserimento del principio del "comply or explain" all'interno di una direttiva comunitaria: esso non potrebbe essere attuata dai codici di autoregolamentazione ma solo dal diritto nazionale dei singoli Stati membri.

zioni fornite nelle dichiarazioni sul governo societario e a richiedere alle società ulteriori informazioni.

A sostegno delle opinioni espresse in tal senso da quanti hanno risposto alla consultazione, si è fatto sostanzialmente riferimento al fatto che nei singoli ordinamenti esistono già idonei (e sufficienti) meccanismi di *enforcement* di natura privatistica che consentono agli azionisti, agli organi di controllo endosocietario, ai revisori legali dei conti, ecc., di controllare e valutare le informazioni fornite dalla società al mercato.

Alcuni soggetti, inoltre, hanno evidenziato quelle che appaiono essere le difficoltà pratiche connesse ad un eventuale controllo della qualità delle spiegazioni da parte delle autorità pubbliche, tra cui: i costi per la realizzazione del monitoraggio, l'individuazione dei ruoli spettanti ai diversi soggetti che controllano le informazioni, l'*enforcement* e, in più in generale, la oggettiva difficoltà nella valutazione della qualità dell'informativa.

Per quanto riguarda la posizione espressa su quest'ultimo tema dalle Autorità pubbliche che hanno partecipato alla consultazione si evidenzia quanto segue.

L'AMF ha puntualizzato di essere già tenuta a controllare l'accuratezza, precisione e correttezza delle informazioni fornite al mercato dalle società quotate francesi.

Il GOVERNO BRITANNICO invece ha chiarito come nel Regno Unito la conformità al codice sul governo societario venga controllata da diversi soggetti: dagli investitori, da organismi privati, dai revisori legali dei conti, dal comitato per il controllo interno e dalle stesse autorità regolatrici. In tale contesto, in ogni caso, spetta essenzialmente agli investitori (e non al governo o ai regolatori) determinare se una spiegazione offra sufficienti informazioni per consentire consapevoli scelte d'investimento. Gli organismi di controllo non sono tenuti a controllare la qualità delle spiegazioni e le dichiarazioni previste dall'approccio "*comply or explain*" e, pertanto, le dichiarazioni sul governo societario rese dalle società quotate non dovrebbero essere ricondotte, come ipotizzato dalla Commissione europea, alla fattispecie di "*informazioni previste dalla regolamentazione*" di cui alla Direttiva 2004/109/CE.

Per il GOVERNO FEDERALE TEDESCO un potere di vigilanza rafforzato delle autorità pubbliche: a) comporterebbe maggiori sforzi organizzativi da parte delle stesse, b) imporrebbe un tipo a vigilanza svolta secondo *standards* europei uniformi (al fine di evitare controversie ed arbitraggi), c) potrebbe portare ad una non auspicabile standardizzazione delle dichiarazioni rese al mercato. Viceversa, l'elaborazione di linee guida europee in proposito potrebbe perfezionare notevolmente la qualità delle dichiarazioni e consentire agli azionisti di svolgere un ruolo attivo con riguardo alle spiegazioni stesse.

Secondo l'ECL, infine, il coinvolgimento delle autorità di vigilanza finanziarie nel controllo dei codici di governo societario a livello comunitario non appare opportuno per una serie di ragioni. L'intervento di queste autorità sui codici sposte-

rebbe la tematica concernente la natura di tali codici e la loro applicazione dal dibattito tra azionisti e società, alla discussione sull'osservanza tra società e regolatori.

L'utilizzo dei consueti strumenti di vigilanza (quali le risposte obbligatorie alle richieste, le ispezioni in loco e le sanzioni), inoltre, indebolirebbe sia il dibattito tra società ed azionisti, sia la stessa natura volontaria dell'adesione ai codici.

Il Gruppo di esperti ha anche precisato come in alcuni Stati membri siano sorti organismi di controllo volontari, privi di riconoscimento giuridico, con un ruolo limitato all'osservazione e all'analisi dell'attuazione o deviazione delle regole di *corporate governance*, e non anche all'indagine circa la conformità rispetto alle regole (*comply*) o circa le spiegazioni rese in caso di allontanamento dalle disposizioni (*explain*). A giudizio di tale Gruppo di esperti, parrebbe quindi opportuno sostenere il ruolo di queste entità non ufficiali di controllo, riconoscendole giuridicamente quali parte del processo "*comply or explain*".

## 7 Il Piano d'Azione della Commissione europea del 12 dicembre 2012

Il lungo percorso della Commissione europea per rafforzare il governo societario delle società quotate all'interno dell'Unione europea, avviato, come visto, nel 2003 con il Piano d'Azione "*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*"<sup>130</sup>, ha visto l'introduzione nell'ordinamento europeo di diverse nuove disposizioni negli anni che vanno dal 2003 al 2007<sup>131</sup>.

Successivamente, però, la crisi finanziaria avviatasi nel 2008 ha messo in luce numerose imperfezioni e debolezze nel governo societario degli istituti finanziari, dimostrando come ad un'eccessiva e imprudente assunzione di rischi in tali società si potesse accompagnare un corrispondente accumulo di rischi dell'intero sistema finanziario di più ampie proporzioni. La Commissione ha quindi compreso come tali carenze nei dispositivi di *corporate governance*, in quanto fondati su previsioni in gran parte estremamente generali e di natura non vincolante, non avessero consentito l'attuazione di solide pratiche, nonché come la mancanza di efficaci meccanismi di controllo avesse, anzi, contribuito al verificarsi della crisi.

Per questa principale ragione la Commissione ha proseguito il proprio percorso di rafforzamento del governo societario delle società quotate pubblicando, nel 2010, il Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione e, nel 2011, il Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario.

130 V. la Comunicazione COM (2003) 284 della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo "*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*" disponibile al seguente link: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:IT:HTML>. Cfr. anche le successive consultazioni relative alle future priorità del Piano d'Azione in: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/consultation/consultation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/consultation/consultation_en.pdf).

131 Cfr. quanto già detto sul punto al paragrafo 1 del presente lavoro.

In particolare il Libro verde del 2011, avendo avviato una discussione sulle modalità per migliorare l'efficacia delle norme vigenti, è stato concepito dalla Commissione come una sorta di analisi del funzionamento del sistema di governo societario esistente in Europa con lo specifico obiettivo di individuare rimedi correttivi alle imperfezioni riscontrate. In questo modo la consultazione sul quadro dell'Unione europea in materia di *corporate governance* non solo ha evidenziato le più vistose carenze del sistema, ma ha anche sollevato importanti questioni generali ed elaborato soluzioni *ad hoc* per affrontarle efficacemente.

Gli esiti delle menzionate pubbliche consultazioni del 2010, del 2011 e del 2012 hanno quindi portato la Commissione a pubblicare, in data 12 dicembre 2012, un nuovo Piano d'Azione: il "*Piano d'Azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*"<sup>132</sup> (che, come peraltro già aveva fatto quello del 2003, si occupa non solo del rafforzamento del governo societario delle società quotate, ma anche di modernizzazione del diritto delle società).

Mediante tale documento la Commissione europea ha voluto presentare al Parlamento europeo e al Consiglio (oltre che al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni) le future linee di azione che la Commissione stessa intende intraprendere nel corso del 2013<sup>133</sup>, sia nel settore della *corporate governance* delle società quotate<sup>134</sup> sia in quello del diritto societario, per gettare le basi di una moderna legislazione a favore della crescita sostenibile e della competitività delle imprese<sup>135</sup>.

Giova evidenziare preliminarmente come talune problematiche affrontate nel Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario non abbiano trovato una corrispondente proposta di soluzione nel Piano d'Azione del dicembre 2012.

Innanzitutto è stata abbandonata dalla Commissione l'idea, teorizzata nelle c.d. questioni preliminari del Libro verde, di estendere alle società non quotate talune

132 La Comunicazione della Commissione (diretta al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni) contenente il "*Piano d'Azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*" [COM(2012)740] è reperibile al seguente *link*: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:IT:PDF>.

Nel comunicato stampa di presentazione del documento comunitario Michel Barnier, Commissario per il Mercato interno e i servizi, ha dichiarato che "*Il Piano d'Azione sul diritto delle società e il governo societario delinea il quadro per il futuro: gli azionisti dovrebbero godere di maggiori diritti, ma anche assumersi pienamente le proprie responsabilità per assicurare che la società resti competitiva nel lungo periodo, mentre le società dovrebbero migliorare la trasparenza sotto vari aspetti. Si contribuirà così all'efficacia del governo societario.*" (V. Comunicato IP/12/1340 presso: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-1340\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1340_it.htm)).

133 Conformemente alla tempistica di attuazione indicata dalla Commissione nella tabella allegata al Piano d'Azione.

134 Si precisa comunque che per le banche ammesse alla quotazione in borsa, in considerazione del fatto che nel luglio 2011 per le stesse sono state proposte misure funzionali ad impedire un'eccessiva assunzione di rischi nell'ambito della revisione della Direttiva sui requisiti patrimoniali, nei confronti delle stesse troveranno applicazione sia le misure contenute nel già citato pacchetto CRD IV sia quelle contenute nel presente Piano d'Azione (cfr. *Action Plan on company law and corporate governance: Frequently asked questions* in [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-12-972\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-972_en.htm?locale=en)).

135 Per una sintetica rassegna delle iniziative indicate dalla Commissione europea nel Piano d'Azione in materia sia di governo societario sia di diritto delle società, v. nota n. 19.

misure di governo societario adottate per le quotate<sup>136</sup>. La Commissione ha infatti espressamente affermato che se, in linea di massima, le diverse misure del Piano d'Azione non avranno lo stesso ambito di applicazione, viceversa, "le norme UE in materia di governo societario si applicano solo alle società quotate in borsa"<sup>137</sup>.

Confrontando, poi, i singoli quesiti posti dal Libro verde del 2011 con le azioni indicate nel Piano d'Azione della Commissione europea (alla luce dei risultati del più volte citato *Feedback Statement* della consultazione) si può giungere ad una prima conclusione: la maggior parte delle tematiche affrontate nel Libro verde che non hanno avuto un seguito nel Piano d'Azione sono quelle rispetto alle quali i soggetti che avevano partecipato alla consultazione non avevano manifestato gradimento che qui di seguito vengono ricordate.

- a) La misura comunitaria volta a limitare il numero degli incarichi che un amministratore senza incarichi esecutivi può ricoprire: tale iniziativa non aveva suscitato il plauso degli osservatori<sup>138</sup>, non solo a causa delle difficoltà concrete di attuazione evidenziate anche da quanti avevano appoggiato l'iniziativa, ma soprattutto per la diffusa contrarietà manifestata verso un intervento comunitario in materia che, tra le altre cose, avrebbe implicato un approccio uniforme del tipo "one size fits all".
- b) L'iniziativa comunitaria volta a garantire maggiore indipendenza all'organo di governo degli *asset managers*, ad esempio, rispetto all'impresa madre, tramite la divulgazione di informazioni e la gestione di conflitti d'interesse: molti osservatori si erano dichiarati non favorevoli ad un intervento comunitario al riguardo, ritenendo sufficienti (o, al più, da rinforzare) le vigenti disposizioni sul conflitto d'interesse applicabili ai gestori di attivi<sup>139</sup>.
- c) L'idea di riconoscere agli azionisti di minoranza di ulteriori forme di tutela per poter rappresentare più efficacemente i propri interessi nelle società in cui siano presenti azionisti dominanti o di controllo: la grande maggioranza dei soggetti intervenuti alla consultazione aveva giudicata sufficiente la protezione già riconosciuta agli azionisti di minoranza dall'ordinamento europeo.
- d) La proposta di autorizzare gli organismi esterni di controllo a verificare la qualità delle informazioni e delle informazioni fornite dalle società nella dichiarazione annuale sul governo societario e a richiedere alle società di fornire, ove necessario, ulteriori spiegazioni. Con varie argomentazioni, la maggior parte dei soggetti intervenuti alla consultazione non aveva condiviso la soluzione prospettata ritenendo: i) già esistenti nei singoli ordinamenti idonei meccanismi di *enforcement*

136 Già nel *Feedback Statement* relativo al Libro verde del 2011, in realtà, la prospettata estensione del raggio d'azione delle misure di *governance* anche alle entità non quotate aveva incontrato un deciso rifiuto da parte delle autorità pubbliche, del settore finanziario e non finanziario, del comparto degli investitori istituzionali, delle associazioni di amministratori nonché del segmento delle libere professioni, degli *asset managers* e del mondo della ricerca.

137 Piano d'Azione, cit., p. 5.

138 Si ricorda che il 77% dei partecipanti alla consultazione si è pronunciata sul quesito ma solo un quarto dei contribuenti ha risposto positivamente alla proposta del testo sottoposto a consultazione.

139 Al quesito in esame avrebbe fornito risposta solo la metà dei partecipanti alla consultazione.

di natura privatistica che consentono il controllo e la valutazione delle informazioni fornite dalla società al mercato, ii) particolarmente difficile nella pratica controllare effettivamente la qualità delle spiegazioni rese con particolare riferimento: ai costi per l'implementazione del monitoraggio, all'individuazione dei ruoli spettanti ai diversi soggetti che controllano le informazioni, all'*enforcement* e alla difficoltà nella valutazione della qualità informativa, ecc.

Inaspettatamente due misure, suggerite dalla Commissione nel Libro verde del 2011 e condivise da una buona parte dei soggetti che hanno preso parte alla consultazione, non sono state inserite nell'*Action Plan* dalla stessa Commissione europea:

- a) la proposta di incoraggiare le società quotate a procedere ad una valutazione esterna del *board* a cadenza regolare: essa non era stata interpretata come un'indebita limitazione della libertà di iniziative economica (sotto il profilo della libertà di organizzare l'impresa), ma era stata, anzi, accolta positivamente<sup>140</sup> quale pratica di buon governo societario in grado di offrire un utile punto di vista esterno e dare agli azionisti una garanzia sul buon funzionamento interno dell'organo di amministrazione;
- b) la proposta di distinguere chiaramente le funzioni e i compiti del presidente dell'organo di amministrazione rispetto a quelli dell'amministratore delegato: su tale quesito non si era formata una chiara posizione maggioritaria, a favore o contro, dei soggetti che avevano preso parte alla consultazione.

Da ultimo, per comprendere il raggio d'azione delle iniziative annunciate nell'*Action Plan* del 2012, appare rilevante sottolineare, sin d'ora, l'importanza che assumerà nel concreto l'espressa intenzione formulata dalla Commissione europea (non solo di non imporre oneri superflui alle società, ma) di voler tenere conto nella successiva fase di applicazione delle misure "*in particolare della situazione specifica delle PMI*"<sup>141</sup>.

Siffatta affermazione lascerebbe al momento intravedere, nonostante la formulazione ancora indeterminata delle linee di azione del Piano, un qualche seguito alla domanda di carattere generale del Libro verde concernente l'introduzione a livello europeo di un regime differenziato di governo societario in ragione della dimensione delle imprese quotate<sup>142</sup>.

Merita osservare come dagli esiti della consultazione del 2012 si era registrata una decisa contrarietà della maggioranza dei contributi trasmessi ad un regime del genere (soprattutto da parte del settore imprenditoriale e dal comparto degli investitori, sia *retail* che istituzionali), i quali avevano fatto leva sull'elasticità già

<sup>140</sup> Secondo il *Feedback Statement* il 71%, ha trasmesso un riscontro al quesito del Libro verde e l'orientamento emerso è risultato bilanciato, con una leggera maggioranza a favore.

<sup>141</sup> Piano d'Azione, cit., p. 5.

<sup>142</sup> Si riporta il testo della prima domanda del Libro verde del 2011: *Le misure UE sul governo societario devono tenere conto delle dimensioni delle società quotate? In che modo? Andrebbe stabilito un regime differenziato e proporzionato per le piccole e medie imprese quotate? In tal caso, esistono definizioni o soglie idonee? In caso affermativo, si prega di suggerire, nelle risposte fornite, come eventualmente adattare alle PMI.*



assicurata al sistema dal metodo "comply or explain", sulla difficoltà di individuare un criterio dimensionale univoco nello spazio europeo e sul rischio di una minore competitività discendente dall'introduzione di differenziati *standards* di governo societario in ragione della dimensione delle imprese<sup>143</sup>.

Tuttavia, si ricorda anche come alla luce del *Feedback Statement* molti dei soggetti che avevano partecipato alla consultazione si erano piuttosto manifestati favorevoli alla riduzione di oneri amministrativi per le piccole e medie imprese.

Con esclusivo riguardo alle misure programmate in materia di governo societario (tema oggetto del presente lavoro) e senza soffermarsi quindi in questa sede su quelle di diritto delle società (frutto di un ampio processo di riflessione e di una consultazione sul futuro del diritto societario europeo condotta nel 2012 e che riguarda tutte le società europee anche non quotate), si riportano di seguito le principali linee di intervento esposte nel Piano d'Azione:

1. il **rafforzamento della trasparenza**: le azioni delineate dalla Commissione mirano: a) ad introdurre nuovi obblighi di informazione in merito alla composizione del *board* e alla politica di gestione dei rischi imprenditoriali 'non finanziari' delle società; b) a migliorare il contenuto delle informazioni riportate nelle relazioni sul governo societario (con particolare riferimento alle motivazioni da fornire in caso di disapplicazione delle raccomandazioni contenute nei codici di autodisciplina); c) ad aumentare la conoscenza dell'identità del proprio azionariato da parte delle società; d) a introdurre nuove regole di trasparenza in materia di politiche di voto degli investitori istituzionali all'interno delle società partecipate.
2. il **coinvolgimento degli azionisti**: in proposito il Piano d'Azione ha previsto di: a) incoraggiare i soci ad un'attiva partecipazione al governo societario attraverso un più attento controllo da parte degli azionisti sulle politiche retributive e sulle operazioni con parti correlate; b) ipotizzare una regolamentazione dell'attività dei consulenti in materia di voto; c) chiarire meglio la nozione europea di "azione di concerto" onde questa non risulti di ostacolo alla cooperazione tra azionisti. Oggetto della Comunicazione della Commissione è anche il tema della partecipazione azionaria dei dipendenti secondo modalità da definire.

Per quanto riguarda questa seconda linea di intervento la Commissione ritiene che, da un lato, l'impegno efficace e sostenibile degli azionisti si ponga (unitamente ai controlli e agli equilibri tra i vari organi e le parti interessate) a fondamento del modello di governo societario delle società quotate e che, dall'altro, tale impegno possa non solo estrinsecarsi al momento dell'espressione del voto in assemblea ma, anche, tradursi in un utile dialogo con la società relativamente alla strategia, alla *performance*, al problema dei rischi aziendali e alla struttura del capitale<sup>144</sup>.

143 Secondo i dati contenuti nel *Feedback Statement*, alla domanda del Libro verde ha risposto il 68% dei soggetti partecipanti alla consultazione.

144 Per tali considerazioni v. il documento "Action Plan on company law and corporate governance: Frequently asked questions" in: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-12-972\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-972_en.htm?locale=en). La Commissione ha altresì espressamente affermato che "gli azionisti hanno un ruolo fondamentale da svolgere nella promozione di una miglior governance della società. Assumendo tale ruolo essi agiscono sia nel loro interesse sia in quello della società". Cfr. Piano d'Azione, cit., p. 3.

L'esperienza sinora maturata ha ampiamente dimostrato come un atteggiamento passivo di soci, una scarsa interazione con la società, un mancato o disinteressato esercizio del diritto di voto (con l'aggravante di una diffusa detenzione di azioni limitata a brevi periodo di tempo) rendono nel complesso meno efficiente il funzionamento dell'attuale sistema di governo societario. In una situazione del genere potrebbe difettare un'azione correttiva da parte dei soci e la sorveglianza del *management* resterebbe affidata interamente all'organo di amministrazione.

Tutti i citati interventi previsti nel Piano d'Azione, che troveranno applicazione in relazione a tutte le società quotate europee (con una particolare attenzione alle piccole e medie imprese), spazieranno dall'*hard law* alla *soft law*, ossia saranno attuati talvolta mediante interventi legislativi vincolanti e, talaltra, tramite mere raccomandazioni od orientamenti<sup>145</sup>.

La Commissione, infine, si è posta come ulteriore obiettivo, che riguarda principalmente il diritto societario, quello di "*lanciare un ampio esercizio di codificazione al fine di rendere il quadro normativo più accessibile*"<sup>146</sup>.

Queste iniziative contenute nella Comunicazione della Commissione europea sono, per il momento, delineate a grandi linee e tale formulazione generale dei prossimi interventi non consente di comprendere, con dovizia di particolari, le conseguenze in punto di implementazione né di prevedere eventuali difficoltà nella trasposizione delle misure all'interno degli Stati membri.

Certamente è facile intuire un probabile incremento degli oneri amministrativi per le imprese relativamente agli obblighi di trasparenza annunciati.

La Commissione non ha fissato una tempistica né indicato l'ordine con cui verranno esaminate le misure proposte. Ha, comunque, annunciato che ciascuna misura verrà sottoposta ad una specifica valutazione d'impatto *ex ante*, anche al fine di valutarne la conformità al principio di proporzionalità, e che tale successiva fase di valutazione d'impatto potrebbe rendere inevitabili modifiche nel contenuto e nel *timing* delle proposte così come formulate<sup>147</sup>.

I descritti lavori di attuazione degli obiettivi fissati avranno inizio nel 2013 e non si escludono sin d'ora nuove questioni da dover affrontare in aggiunta alle misure prospettate dal presente Piano d'Azione.

In tale documento, infatti, la Commissione ha contestualmente annunciato l'avvio di una consultazione sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea con la quale inaugurare un dibattito su "*come rafforzare la capacità del settore finanziario dell'UE di fornire finanziamenti a lungo termine per gli investimenti produttivi necessari a stimolare una crescita sostenibile*". In particolare il Libro verde in progetto intende trattare la necessità di garantire l'accesso a fonti di finanziamenti diverse, l'importanza di evitare un'eccessiva ed esclusiva concentrazione sul breve periodo

145 V. Piano d'Azione, cit., p. 5.

146 Cfr. Piano d'Azione, cit., p. 5

147 Piano d'Azione, cit., p. 5.

nonché l'esigenza di rinvigorire la capacità di sviluppare nuovi prodotti che contribuiscano al finanziamento a lungo termine.

Il *focus* di questa nuova occasione di dibattito verrebbe ad essere, dunque, più ampio e non limitato alle questioni di governo societario, anche se – per stare alle parole della Commissione – potrebbe *"fornire ulteriori indicazioni su come si possa incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti e come adeguati sistemi di governo societario potrebbero sostenere i finanziamenti a lungo termine"*<sup>148</sup>.

### 7.1 Le misure del Piano d'Azione da realizzare con *hard law*

Alcune future iniziative di *corporate governance* delineate nel Piano d'Azione richiedono il ricorso a fonti normative comunitarie dotate di efficacia vincolante per gli Stati membri e avranno attuazione, a seconda dei casi, mediante modifiche alla normativa comunitaria vigente ovvero l'introduzione di nuove norme.

Tra le fonti normative che la Commissione intenderebbe modificare/introdurre vi sono:

- I) la Direttiva *Shareholders' right* (la Direttiva sui diritti degli azionisti 2007/36/CE)<sup>149</sup>;
  - II) la Direttiva sui conti annuali e consolidati di taluni tipi di società (Direttiva contabile 78/660/CE)<sup>150</sup>;
  - III) la *Securities Law Directive* (ancora in bozza presso la Commissione europea)<sup>151</sup>.
- I) Gli obiettivi che la Commissione intende realizzare tramite la revisione della Direttiva 2007/36/CE sono i seguenti:

*Migliorare la trasparenza delle politiche di voto adottate dagli investitori istituzionali (e dagli asset managers in generale) nonché delle modalità del loro concreto esercizio*

L'importanza di migliorare la trasparenza nelle politiche di voto adottate dagli investitori istituzionali (e, in generale, da ogni *asset manager*) era un tema già emerso nel corso dei lavori della Commissione europea preparatori alla redazione dei Libri verdi del 2010 e 2011 sulla *governance* degli istituti finanziari e sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario.

Diversi paesi europei, peraltro, come ha osservato la stessa Commissione nel Piano d'Azione, già oggi raccomandano agli investitori istituzionali di rendere trasparenti le proprie politiche di voto ed il proprio impegno nelle società partecipate. Si

148 Piano d'Azione, cit., p. 5.

149 Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

150 Direttiva del Consiglio del 25 luglio 1978 basata sull'articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del Trattato.

151 Cfr. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/securities-law/index\\_en.htm#timetable](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm#timetable) nonché <http://www.europarl.europa.eu/committees/en/econ/studiesdownload.html?languageDocument=EN&file=41311>.

veda a tale proposito lo *Stewardship Code* del Regno Unito<sup>152</sup>, l'*Eumedion best practices for engaged shareownership* dei Paesi Bassi<sup>153</sup>, il *Code for external governance of the European Fund and Asset Management Association*<sup>154</sup> e gli *International Corporate Governance Network Global Corporate Governance Principles*<sup>155</sup>.

A giudizio della Commissione, la divulgazione (secondo *standards* omogenei in tutta Europa) delle politiche di investimento, di esercizio dei diritti di partecipazione sociale (*in primis* del diritto di voto) e di impegno attivo nelle società partecipate produrrebbe quantomeno due risultati positivi.

Da un lato, obbligherebbe in qualche modo gli investitori istituzionali ad essere maggiormente consapevoli degli effetti dei propri investimenti (ottimizzando così anche le stesse decisioni di investimento) e ad aprire una sorta di dialogo di 'lungo periodo' con le società partecipate<sup>156</sup>.

Dall'altro servirebbe a stimolare la partecipazione degli azionisti alle vicende societarie<sup>157</sup>.

*Miglioramento della trasparenza sulle politiche retributive adottate e sulle remunerazioni concretamente riconosciute agli amministratori.*

*Riconoscimento agli azionisti del diritto di voto sulla politica retributiva societaria.*

Nel corso lavori preparatori alla redazione del Libro verde del 2011 sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario la Commissione europea aveva rilevato la pericolosità di inadeguate politiche retributive (troppo incentrate su obiettivi a breve termine e non giustificate dai risultati conseguiti) e di strutture di incentivi a favore degli amministratori che potessero dar luogo a trasferimenti ingiustificati di valore a favore di amministratori provvisti di incarichi esecutivi, con potenziale danno per la società, gli azionisti e le altre parti in causa.

152 V. <http://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>, e, in particolare, i principi n. 1 e n. 6.

153 V. [http://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/best\\_practices-engaged-shareownership.pdf](http://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/best_practices-engaged-shareownership.pdf), in particolare la *best practice* 6.

154 V. [http://www.efama.org/Publications/Public/Corporate\\_Governance/11-4035%20EFAMA%20ECG\\_final\\_6%20April%202011%20v2.pdf](http://www.efama.org/Publications/Public/Corporate_Governance/11-4035%20EFAMA%20ECG_final_6%20April%202011%20v2.pdf), in particolare i principi n. 1, 5 e 6.

155 V. [https://www.icgn.org/images/ICGN/Best%20Practice%20Guidance%20PDFS/short\\_version\\_-\\_icgn\\_global\\_corporate\\_governance\\_principles-\\_revised\\_2009.pdf](https://www.icgn.org/images/ICGN/Best%20Practice%20Guidance%20PDFS/short_version_-_icgn_global_corporate_governance_principles-_revised_2009.pdf), in particolare il punto 9.5.

Si veda anche [https://www.icgn.org/files/icgn\\_main/pdfs/best\\_practice/inst\\_share\\_responsibilities/2007\\_principles\\_on\\_institutional\\_shareholder\\_responsibilities.pdf](https://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/inst_share_responsibilities/2007_principles_on_institutional_shareholder_responsibilities.pdf), in particolare p. 12.

156 V., in proposito, il documento *"Action Plan on company law and corporate governance: Frequently asked questions"* in [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-12-972\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-972_en.htm).

157 Peraltro giova segnalare il fatto che il quesito n. 15 del Libro verde del 2011 (*"La normativa UE dovrebbe promuovere una vigilanza più efficace sui gestori di attivi da parte degli investitori istituzionali per quanto riguarda le strategie, i costi, la negoziazione e la misura in cui i gestori degli attivi devono impegnarsi attivamente nelle società partecipate. In caso affermativo, in che modo?"*) non aveva suscitato particolare interesse negli osservatori: ad esso aveva fornito risposta la metà dei partecipanti alla consultazione e solo il 50% di questi contributi aveva visto favorevolmente una normativa comunitaria ipotizzata, ritenendo necessario migliorare la trasparenza delle politiche dei gestori di attivi e dello svolgimento delle loro funzioni.

Per questa ragione la Commissione europea ha espresso l'avviso secondo cui politiche di remunerazione, in grado di creare valore a lungo termine e apportare benessere per le società dovrebbero fondarsi su un reale collegamento tra la remunerazione e i risultati conseguiti. Inoltre, una vigilanza più efficiente da parte degli azionisti sulle politiche retributive adottate dalle società quotate, favorita da obblighi informativi a riguardo<sup>158</sup>, potrebbe rappresentare una soluzione al problema.

È emersa, pertanto, l'esigenza di rafforzare la trasparenza delle politiche remunerative e delle singole retribuzioni riconosciute ai *managers* (principio del c.d. *say on pay*), nonché di riconoscere agli azionisti un diritto di voto (da stabilirsi se vincolante per gli amministratori o se meramente consultivo)<sup>159</sup> in merito alla politica retributiva adottata dalla società, alla relazione sulle remunerazioni, che espone le modalità con cui detta politica è stata attuata nel precedente esercizio<sup>160</sup>.

Con tale iniziativa la Commissione intende altresì porre rimedio al problema della disomogeneità esistente tra le discipline dei singoli Stati membri in materia di diritto di voto sulla politica retributiva e/o sulla relazione sulle remunerazioni, anche al fine di assicurare la comparabilità delle informazioni rese al mercato dalle società nei diversi Stati.

#### *Miglioramento del controllo degli azionisti sulle operazioni con parti correlate*

In un documento del 2011, il *Forum* europeo sul governo societario<sup>161</sup> (istituito dalla Commissione europea nel 2004) aveva suggerito, in relazione alle operazioni con parti correlate (ossia alle transazioni intervenute tra la società ed i suoi azionisti di controllo o i suoi amministratori, transazioni che possono risolversi in un'appropriazione di valore appartenente alla società a vantaggio di tale parte con essa correlata) che eccedessero una determinata soglia, la nomina da parte degli amministratori di un esperto indipendente che fornisca un parere imparziale agli azionisti di minoranza sulle condizioni delle operazioni con parti correlate, nonché l'approvazione da parte dell'assemblea generale per le operazioni di portata significativa. La pubblicità delle assemblee generali, secondo il *Forum*, rappresenterebbe inoltre, di per sé, un valido deterrente per dissuadere gli azionisti di controllo

158 La Commissione nel Piano d'Azione più volte citato ha affermato (p. 9) che "gli azionisti hanno bisogno di informazioni chiare, esaurienti e comparabili sulle politiche retributive e sulle singole remunerazioni degli amministratori. Ciò può essere fatto attraverso un'armonizzazione di base degli obblighi di informativa".

159 Si ricorda peraltro che, nell'ambito della consultazione seguita al Libro verde del 2011, soltanto una modesta maggioranza degli osservatori aveva concordato sulla proposta di sottoporre al voto degli azionisti la politica retributiva della società, nonché la relazione sulla sua attuazione, e che la maggioranza di questi contributi aveva espresso preferenza per un tipo di voto meramente "consultivo" e non vincolante.

160 V. in proposito il Piano d'Azione, cit., p. 10.

161 Cfr. *Forum* europeo sul governo societario, *Statement of the European Corporate Governance Forum on Related Party Transactions for Listed Entities*, del 10 marzo 2011 (in [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf\\_related\\_party\\_transactions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_related_party_transactions_en.pdf)). Si ricorda che il *Forum* è stato istituito con decisione della Commissione del 15 ottobre 2004 (2004/706/CE) con il compito di favorire la convergenza dei codici nazionali di governo societario e, se richiesto o di sua iniziativa, prestare consulenza strategica alla Commissione su questioni di politica di governo societario nella prospettiva di sviluppare pratiche uniformi di governo societario negli Stati membri.

dall'eseguire talune operazioni e permetterebbe, comunque, agli azionisti di minoranza di opporsi alla decisione di approvazione dell'operazione.

Successivamente anche il Libro verde del 2011 aveva sollevato il problema della necessità di introdurre nuove e più adeguate forme di protezione della società e degli azionisti di minoranza rispetto alle operazioni con parti correlate.

Tenuto conto del fatto che la vigente normativa comunitaria si limita a richiedere alle società di includere in una nota all'interno dei propri conti annuali gli importi delle operazioni con parti correlate, la loro natura ed altre informazioni necessarie per comprenderne gli elementi essenziali<sup>162</sup>, la Commissione ha dichiarato nel Piano d'Azione di voler proporre un'iniziativa volta a migliorare il controllo degli azionisti sulle operazioni con parti correlate<sup>163</sup>, e ciò anche sulla base della considerazione che la stessa idea avrebbe trovato il consenso di una "*parte considerevole*"<sup>164</sup> di quanti avevano partecipato alla consultazione del 2011<sup>165</sup>.

#### *Miglioramento del quadro normativo applicabile ai proxy advisors in materia di trasparenza e di conflitto di interessi*

Il Libro verde sul quadro dell'Unione europea si era ampiamente soffermato sulle difficoltà di ordine pratico che inducono gli investitori istituzionali, nel valutare come esprimere il diritto di voto sui punti iscritti all'ordine del giorno delle assemblee delle società partecipate, ad avvalersi dei servizi offerti da consulenti in materia di voto (*proxy advisors*): consigli di voto, deleghe di voto e valutazioni sul governo societario.

La graduale diffusione in Europa del fenomeno del ricorso ai consigli dei *proxy advisors* in materia di esercizio del diritto di voto (soprattutto da parte di investitori istituzionali che detengono portafogli titoli particolarmente diversificati e che non sono sempre in grado di decidere con cognizione di causa come votare in relazione ai singoli punti posti all'ordine delle assemblee delle società partecipate) aveva sollevato l'interesse della Commissione in considerazione dell'influenza che dagli stessi *advisors* possono avere sulle delibere assembleari.

Già nel corso dei lavori preparatori del Libro verde del 2011, investitori e rappresentanti di società quotate avevano manifestato critiche in relazione alla mancanza di trasparenza nella metodologia utilizzata dai consulenti in materia di voto per la predisposizione delle consulenze richieste, soprattutto in relazione al fatto che tale metodo di analisi, spesso, non sembrerebbe tenere in debito conto le caratteristiche specifiche delle singole società, la legislazione nazionale applicabile alle stesse, nonché le *best practices* di *corporate governance* adottate.

162 Cfr. art. 43, co. 1, punto 7-ter, della Direttiva 78/660/CEE e art. 34, punto 7-ter, della Direttiva 83/349/CEE.

163 V. Piano d'Azione, cit., p. 10.

164 Piano d'Azione, cit., p. 10.

165 In verità, alla luce dei dati riportati nel *Feedback Statement* sullo specifico interrogativo posto in consultazione, la posizione maggioritaria degli osservatori, seppur modesta, era nel senso di ritenere sufficiente l'attuale tutela apprestata dall'ordinamento comunitario oltre che non utili interventi regolamentari sul punto.

I *proxy advisors*, inoltre, hanno generato preoccupazioni in quanto si trovano in situazione di potenziale conflitto d'interessi sia quando agiscono da consulenti in materia di governo societario per le società partecipate, sia quando vengano richiesti di fornire agli investitori la propria attività di consulenza in merito a risoluzioni proposte da azionisti che sono anche clienti del *proxy advisor*.

La stessa mancanza di concorrenza nel settore aveva insinuato dubbi sulla qualità della consulenza e sulla sua adeguatezza rispetto alle esigenze degli investitori.

L'iniziativa annunciata dalla Commissione europea si presenta a favore di una normativa comunitaria che:

- obblighi ad una maggior trasparenza i consulenti in materia di voto (idea questa in linea con l'orientamento espresso da più di tre quarti degli osservatori in sede di consultazione);
- introduca nuove misure in materia di conflitti di interessi (idea condivisa da una risicata maggioranza di osservatori).

In ogni caso, allo scopo di predisporre un quadro operativo coerente ed efficace per i consulenti in materia di voto la Commissione, nel Piano di Azione del 12 dicembre 2012, ha espresso l'intenzione di basare la propria linea di azione in materia sui risultati della discussione avviata dall'ESMA nel marzo del 2012<sup>166</sup>.

A tale riguardo si segnala che in data 19 febbraio 2013 l'ESMA ha pubblicato il proprio *Final Report* sul "*Feedback Statement sulla consultazione relativa al ruolo dell'industria dei proxy advisors*"<sup>167</sup> contenente essenzialmente una analisi delle risposte pervenute a seguito della consultazione avviata nel 2012.

Il *Report* giunge alla conclusione che, ad oggi, non esistano elementi per ritenere che all'interno dell'Unione europea l'interazione tra *proxy advisors*, investitori ed emittenti abbia portato ad un *market failure* tale da richiedere un intervento normativo.

Ciononostante, l'ESMA ha individuato una serie di tematiche, quali l'indipendenza dei *proxy advisors* e l'accuratezza ed affidabilità delle consulenze dagli stessi rese, che potrebbero trarre un obiettivo beneficio dall'implementazione della loro chiarezza e comprensibilità presso tutti gli *stakeholders*.

Inoltre, l'ESMA ha raccomandato all'industria dei *proxy advisors* di sviluppare un Codice di condotta europeo focalizzato su:

- l'identificazione, la divulgazione e la gestione dei conflitti di interesse;
- l'implementazione della trasparenza al fine di assicurare la precisione e la attendibilità delle consulenze.

<sup>166</sup> Il documento di discussione sui consulenti in materia di voto pubblicato dall'ESMA nel 2012, con lo scopo di ricevere pareri, ha prospettato opzioni regolamentari che spaziano dall'assenza di azione ovvero misure volontarie a strumenti comunitari quasi-vincolanti o vincolanti.

<sup>167</sup> Il *Feedback Statement* sulla consultazione relativa al ruolo dell'industria dei *proxy advisors* è reperibile in: <http://www.esma.europa.eu/content/Feedback-statement-consultation-regarding-role-proxy-advisory-industry>.

- II) Il Piano d'Azione ha programmato anche un intervento correttivo sulla Direttiva contabile 78/660/CEE168 al fine di realizzare le iniziative di seguito indicate.

*Comunicazione della politica in materia di diversità nella composizione del consiglio*

La Commissione europea, sia nel Libro verde del 2010 sulla *governance* degli istituti finanziari sia in quello del 2011 sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, aveva sottolineato la particolare importanza della composizione interna dell'organo di amministrazione, affinché risulti adeguata all'attività svolta dalla società.

In considerazione del fatto che un'efficace vigilanza da parte degli amministratori senza incarichi esecutivi (o del consiglio di sorveglianza) sugli amministratori con incarichi esecutivi (o sul consiglio di gestione) viene considerata una garanzia del buon funzionamento del governo societario, secondo la Commissione, i membri senza incarichi esecutivi dovrebbero essere selezionati in base a particolari criteri quali: il merito, la qualificazione professionale, l'esperienza, le qualità personali, l'indipendenza, il genere e la provenienza geografica.

In questo modo l'organo amministrativo verrebbe più facilmente ad acquisire valori, punti di vista, competenze e idee tali da favorire e arricchire il dibattito, prevenendo la c.d. "*group-think*" (ossia l'appiattimento verso una sorta di 'pensiero collettivo' non differenziato) e così migliorandone anche la qualità delle decisioni.

A tal fine, determinante diviene, al momento della selezione dei membri del *board*, l'apertura ad una gamma diversificata di candidati, indipendentemente dalla struttura di amministrazione prescelta dalla società tra i molteplici modelli esistenti in Europa.

Nel Piano d'Azione la Commissione ha, quindi, annunciato che nel corso del 2013 presenterà una proposta volta a rafforzare gli obblighi di comunicazione in merito alla politica in materia di diversità nella composizione del *board*<sup>169</sup> mediante la modifica della Direttiva contabile<sup>170</sup>.

168 Quarta Direttiva societaria del Consiglio basata sull'articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del Trattato e relativa ai conti annuali di taluni tipi di società.

169 V. il Piano d'Azione, cit., p. 5 e 6. Si sottolinea come il tema della diversità delle competenze sia già attualmente oggetto di ulteriore armonizzazione nell'ambito dei negoziati per la revisione della Direttiva MiFID e CRD.

170 La posizione della Commissione europea è sostanzialmente in linea con quanto emerso nei riscontri del *Feedback Statement* sul Libro verde del 2011 agli interrogativi all'epoca formulati che qui si riportano per comodità:

(4) *Le politiche di selezione del personale dovrebbero definire con maggiore precisione il profilo degli amministratori, incluso il presidente, per garantire che possiedano le necessarie competenze e che la composizione del consiglio di amministrazione presenti un'adeguata diversità? In caso affermativo, come ritenete sia meglio procedere e a che livello: nazionale, UE, internazionale?*

(5) *Le società quotate dovrebbero essere tenute a comunicare se hanno adottato politiche a favore della diversità? In caso affermativo, dovrebbero descriverne gli obiettivi e le linee principali e pubblicare periodicamente una relazione sui progressi ottenuti?*

(6) *Le società quotate dovrebbero essere tenute a garantire un maggior equilibrio tra uomini e donne nel consiglio di amministrazione? In caso affermativo, in che modo?*

Si segnala inoltre che, pur a fronte della decisa contrarietà dei partecipanti alla consultazione europea in merito all'introduzione di un sistema di quote di genere fisse ed obbligatorie, generale era stato il consenso espresso sui



Tale iniziativa è stata concepita dalla Commissione come "complementare" rispetto a quella, già contenuta in un'apposita proposta di Direttiva del Parlamento europeo, relativa al tema del miglioramento dell'equilibrio di genere nella designazione degli amministratori senza incarichi esecutivi all'interno delle società quotate e che prevede il raggiungimento di una presenza del genere femminile negli organi di amministrazione del 40% entro il 2020<sup>171</sup>.

### *Comunicazione della politica in materia di gestione dei rischi non finanziari*

Già dal 2005 la Commissione europea, con la Raccomandazione 2005/162/CE del 15 febbraio 2005 sul "*Ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza*", ha incluso tra i compiti del comitato per la revisione dei conti quello di "riesaminare almeno annualmente i sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi, al fine di garantire che i rischi principali, ivi compresi quelli connessi al rispetto della legislazione e dei regolamenti esistenti, siano correttamente individuati, gestiti e resi noti" (cfr. Allegato I, Paragrafo 4.2 della Raccomandazione 2005/162/CE)<sup>172</sup>.

Con la stessa Raccomandazione la Commissione aveva anche precisato che:

- a) "*due fondamentali responsabilità del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza dovrebbero consistere nel garantire che l'informativa finanziaria e le altre informazioni pertinenti, trasmesse dalla società, forniscano un'immagine precisa e completa della sua situazione e nel verificare le procedure stabilite per la valutazione e la gestione dei rischi*" (cfr. Considerando 14 della Raccomandazione);
- b) "*il consiglio d'amministrazione o di sorveglianza dovrebbe garantire che gli azionisti siano adeguatamente informati sulle attività della società, sul suo approccio*

benefici della presenza di entrambi i generi nel *board*. In base agli esiti della consultazione descritti nelle precedenti pagine molti operatori avevano, infatti, palesato la loro preferenza per un approccio volontaristico, anziché obbligatorio in tema di diversità sessuale nell'organo di amministrazione.

171 Il testo della proposta di direttiva COM(2012)614 che fissa gli obiettivi per la parità fra i sessi degli amministratori senza incarichi esecutivi delle grandi imprese europee è reperibile al seguente indirizzo: [http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/womenonboards/directive\\_quotas\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/womenonboards/directive_quotas_en.pdf). Il relativo documento di consultazione della Commissione europea è disponibile al sito [http://ec.europa.eu/justice/newsroom/gender-equality/opinion/120528\\_en.htm](http://ec.europa.eu/justice/newsroom/gender-equality/opinion/120528_en.htm). A tale scopo la menzionata proposta di Direttiva in vista di un miglioramento dell'equilibrio di genere, come detto nel testo, contempla un obiettivo minimo del 40% nella presenza di persone appartenenti al genere sotto-rappresentato tra i membri senza incarichi esecutivi dei *boards* delle società europee quotate, da raggiungere entro il 2020; la stessa include un obbligo per le società quotate di fissarsi obiettivi di autoregolamentazione da conseguire sempre entro il 2020 con riferimento alla componente esecutiva del *board*. Per le società quotate che sono imprese pubbliche entrambi gli obiettivi sono da raggiungere entro il 2018. Rispetto a questa proposta di Direttiva la misura del Piano d'Azione da un lato, mira, come più volte ripetuto, ad ottenere all'interno del *board* una diversità concepita in termini più ampi e comprensiva anche dell'età, della nazionalità, della professionalità, dell'esperienza, etc., dall'altro, la sua applicazione avverrà (quale regola di *corporate governance*) conformemente al metodo "*comply or explain*" e interesserà gli organi di amministrazione e di controllo delle società (per tali considerazioni, v. *Action Plan on company law and corporate governance: Frequently asked questions*).

172 Con tale scelta la Commissione europea ha fatto sostanzialmente propria la concezione secondo la quale i controlli interni ruotano attorno alla nozione di rischi aziendali, alla loro identificazione, valutazione e monitoraggio. Concezione rappresentata in un noto studio statunitense del 2004 denominato "*Enterprise Risk Management - Integrated Framework*" del *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (noto come *CoSO Report II*).

*strategico e sulla gestione dei rischi e conflitti d'interesse"* (Sezione II par. 9.2 della Raccomandazione).

Successivamente, la Direttiva 2006/43/CE<sup>173</sup>, ritenendo che *"i comitati per il controllo interno e per la revisione contabile ed un sistema efficace di controllo interno contribuiscono a minimizzare i rischi finanziari, operativi e di inosservanza delle disposizioni ed accrescono la qualità dell'informativa finanziaria"*, ha imposto a ciascun ente di interesse pubblico<sup>174</sup> di dotarsi di un comitato per il controllo interno e per la revisione contabile, il quale – fatta sempre salva la responsabilità dei membri dell'organo di amministrazione, di direzione o di controllo o di altri membri designati dall'assemblea generale degli azionisti dell'ente sottoposto a revisione – deve essere incaricato tra l'altro di *"controllare l'efficacia dei sistemi di controllo interno, di revisione interna, se applicabile, e di gestione del rischio"* (art. 41).

In base a quanto emerso dalla consultazione relativa al Libro verde del 2011, nel corso della quale la Commissione aveva affrontato con particolare attenzione la questione dello sviluppo in Europa di un'adeguata "cultura del rischio" all'interno delle società quotate, con l'Action Plan del 2012 ha voluto estendere gli obblighi di comunicazione, previsti dalla Direttiva 2006/46/CE con esclusivo riferimento *"al processo di informativa patrimoniale"*<sup>175</sup>, anche ai c.d. rischi non finanziari d'impresa, in modo da obbligare le società quotate a delineare con più attenzione il proprio profilo di rischio d'impresa e, conseguentemente, elaborare strategie più efficaci per fronteggiarli<sup>176</sup>.

Secondo la Commissione un'attenzione maggiore del *board* ai rischi non finanziari avrebbe anche il pregio, più generale, di esortare le imprese *"ad adottare un approccio strategico sostenibile e di lungo periodo ai loro affari"*<sup>177</sup>.

Tale impostazione ricalca quanto era emerso nel corso della consultazione del 2011 nel corso della quale la Commissione aveva affrontato con particolare attenzione la questione dello sviluppo in Europa di un'adeguata "cultura del rischio"; in tale occasione aveva anche segnalato l'importanza di una sana gestione dei rischi e aveva chiesto ai partecipanti di esprimersi in merito all'ipotesi di attribuire al *board* la

173 Direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2006 *"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"*.

174 Per tale intendendosi, ai sensi dell'art. 2 della Direttiva 2006/43/CE gli *"gli enti disciplinati dal diritto di uno Stato membro i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato membro ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14), della direttiva 2004/39/CE, gli enti creditizi quali definiti nell'articolo 1, punto 1), della direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 marzo 2000, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio, e le imprese di assicurazione ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1, della direttiva 91/674/CEE"*.

175 Cfr. art. 1.7, lett. c della Direttiva 2006/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2006 *"che modifica le 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 ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari, e 91/674/CEE, relativa ai conti annuali e ai conti consolidati delle imprese di assicurazione"*.

176 Come si era visto in precedenza al paragrafo 7, secondo la Commissione un'attenzione maggiore del *board* ai rischi non finanziari avrebbe anche il pregio, più generale, di esortare le imprese *"ad adottare un approccio strategico sostenibile e di lungo periodo ai loro affari"* (cfr. Piano d'Azione, cit., p. 6).

177 V. Piano d'Azione, cit., p. 6.

competenza a stabilire *ex ante* la propensione al rischio della società dagli stessi amministrata e all'ipotesi di obbligare le società a rendere conto di tali scelte con chiarezza agli azionisti<sup>178</sup>.

III) Il Piano d'Azione ha programmato anche di realizzare un miglioramento della trasparenza delle partecipazioni in società quotate europee nell'ambito della normativa sui valori mobiliari (c.d. *Securities Law Directive*) che è ancora allo studio da parte della Commissione europea<sup>179</sup>.

Da tempo in Europa sono presenti in diversi ordinamenti nazionali meccanismi di identificazione dei soci che, però, si differenziano tra loro sia per i contenuti sia per le finalità perseguite: talvolta l'identificazione degli azionisti ha avuto lo scopo di facilitare il censimento della ricchezza mobiliare al fine di introdurre un'imposta sui grandi patrimoni (è il caso della Francia); talaltra essa è servita per censire le partecipazioni rilevanti detenute in società quotate (è il caso dell'Italia e del Regno Unito); altre volte ancora l'identificazione dei soci è servita principalmente come strumento per la migliore gestione del libro soci (è il caso dei Paesi scandinavi)<sup>180</sup>.

Al fine di armonizzare le discipline degli Stati membri, in un primo tempo, è stata introdotta la Direttiva *Transparency* (2004/109/EC)<sup>181</sup> che ha imposto l'armonizzazione delle regole di trasparenza per le partecipazioni rilevanti e, successivamente, la Direttiva *Shareholders' right* (2007/36/CE)<sup>182</sup>, attraverso la quale i mec-

178 Più esattamente con il quesito n. 11 del Libro verde si chiedeva agli osservatori: "*Siete d'accordo nel ritenere che il consiglio debba approvare ed essere responsabile della propensione al rischio della società e che ne renda conto con chiarezza agli azionisti? L'obbligo di informazione dovrebbe includere anche i principali rischi sociali?*". Più di due terzi dei contributi trasmessi nel corso della consultazione aveva condiviso l'idea di attribuire al board la funzione di approvazione della propensione al rischio imprenditoriale (nonché la relativa responsabilità), ritenendo l'individuazione dei principali rischi parte determinante della strategia e dei compiti di tale organo; ciò nonostante molti contributi trasmessi al dibattito europeo non avevano ravvisato la necessità di introdurre una nuova normativa a livello europeo, ritenendo già adeguate in merito le singole legislazioni nazionali vigenti. Secondo quanto riportato nel *Feedback Statement*, taluni osservatori contrari alla proposta avevano evidenziato non solo i potenziali costi connessi all'introduzione di nuovi obblighi di comunicazione in materia di propensione al rischio, ma anche potenziali problemi di riservatezza aziendale. La misura proposta dalla Commissione con il Piano d'Azione del 2012 pare avere in qualche modo preso in considerazione il problema evidenziato nel Libro verde del 2011 alla domanda n. 12 con cui la Commissione aveva chiesto agli operatori: "*Siete d'accordo nel ritenere che il consiglio di amministrazione debba garantire che le disposizioni sulla gestione dei rischi adottate dalla società siano efficaci e commisurate al suo profilo di rischio?*".

179 V. Piano d'Azione, cit., p. 7. La misura sulle partecipazioni nelle società quotate europee costituirebbe il completamento del sistema di trasparenza introdotto sia dalla Direttiva 2004/109/CE sulla Trasparenza (attualmente oggetto di revisione) per le partecipazioni rilevanti sia, per quanto concerne la comunicazione, dalla Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti.

180 Il tema è accennato in questi termini anche dal Centro di Ricerche Europee sul Diritto e la Storia dell'Impresa "Ariberto Mignoli" dell'Università Bocconi nella propria risposta al documento di consultazione relativo al Libro verde del 2011 sul quadro europeo in materia di governo societario (p. 23).

181 Direttiva 2004/109/CE Del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2004 "*sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE*". Si ricorda che il 25 ottobre 2011 è stata presentata una Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio "*che modifica la Direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e la direttiva 2007/14/CE della Commissione*".

182 Direttiva 2007/36/CE Del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007 "*relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*".

canismi di identificazione dei soci sono stati posti in stretta relazione, essenzialmente, con i sistemi di legittimazione, intervento e voto (ed esercizio dei diritti sociali in genere) nelle assemblee delle società quotate<sup>183</sup>. Questa seconda Direttiva, in sostanza, ha voluto attribuire alla società quotata il potere di identificare i propri soci per consentirle di aggiornare correttamente il libro soci e, laddove possibile, di individuare il *beneficial owner* delle azioni ovvero il suo intestatario formale *legal owner*<sup>184</sup>.

Alla luce di questo quadro normativo, col Libro verde del 2011 la Commissione aveva ipotizzato la creazione di un meccanismo europeo volto a migliorare il processo di identificazione dei propri azionisti da parte delle società quotate, nella prospettiva di rendere maggiormente agevole il dialogo tra società e soci sulle questioni di *corporate governance*<sup>185</sup>.

Anche nel Piano d'Azione del 2012 la Commissione, ribadendo il concetto in base al quale maggiori informazioni sull'identità dei possessori delle azioni di società quotate sono in grado di migliorare il dialogo inerente al governo societario tra la società e i propri soci, ha dichiarato di voler proporre nel 2013 un'iniziativa per migliorare la visibilità delle partecipazioni nelle società quotate europee nell'ambito del programma di lavoro legislativo nel settore dei valori mobiliari.

## 7.2 Le future iniziative da tradurre in *soft law*

L'attuazione di talune linee di azione presentate nella Comunicazione nel Piano d'Azione del dicembre del 2012 non richiedono il ricorso a norme europee vincolanti, quanto piuttosto a raccomandazioni o ad orientamenti.

### *Il miglioramento della qualità dell'informativa sul governo societario*

Come noto, il principio del "*comply or explain*", introdotto nella disciplina comunitaria con la Direttiva 2006/46/CE e su cui si fonda l'applicazione dei codici di governo societario, consente alle società quotate che aderiscono a codici di autodisciplina di discostarsi dalle raccomandazioni in essi previste a condizione che venga data adeguata spiegazione dei motivi di tale scelta (*explain*).

183 Cfr. Centro di Ricerche Europee sul Diritto e la Storia dell'Impresa "Ariberto Mignoli" dell'Università Bocconi, doc. loc. ult. cit.

184 La Commissione pare aver programmato di realizzare un miglioramento della trasparenza delle partecipazioni in società quotate europee anche nell'ambito del *post-trading*. Si veda in proposito il Documento di consultazione "*Legislation on legal certainty of Securities holding and dispositions*" della Commissione europea pubblicato il 5 novembre 2010. Cfr. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/securities-law/index\\_en.htm#timetable](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm#timetable) nonché <http://www.europarl.europa.eu/committees/en/econ/studiesdownload.html?languageDocument=EN&file=41311>.

185 In dettaglio, con il quesito n. 20 del Libro verde era stato chiesto: *Siete d'accordo nel ritenere che esista la necessità di un meccanismo europeo, tecnico e/o giuridico, volto a consentire agli emittenti di identificare i propri azionisti in modo da facilitare il dialogo in materia di governo societario? In caso affermativo, ritenete che un simile meccanismo possa favorire la cooperazione tra investitori? Vogliate fornire dettagli (cioè: obiettivi perseguiti, strumento prescelto, frequenza, livello di dettaglio e allocazione dei costi).*

Se in passato la Commissione europea si era occupata del tema del principio del *comply or explain*, in diverse occasioni<sup>186</sup>, è però con il Libro verde sulla *corporate governance* del 2011<sup>187</sup> che la stessa ha dedicato particolare attenzione ad alcune criticità connesse al suo funzionamento e in particolare al fatto che talune società che dichiaravano di non aderire ad una o più delle raccomandazioni contenute nei codici di autodisciplina non fornivano alcuna spiegazione in merito alla scelta effettuata o utilizzavano argomentazioni per lo più generiche o insufficienti.

Siffatti difetti nell'attuazione del principio "*comply or explain*" erano apparsi particolarmente critici agli occhi della Commissione in quanto in grado, da un lato, di pregiudicare l'utilità e la sostenibilità dello stesso metodo del "*comply or explain*" e, dall'altro, di limitare l'efficacia del quadro dell'UE in materia di governo societario.

Nel Libro verde del 2011 la Commissione aveva indicato, quale modello di riferimento cui tendere per la qualità delle informazioni rese al mercato, la disciplina dettata da "*The Swedish Corporate Governance Code*", definendolo un "*esempio perfetto di obbligo preciso imposto alle società*". L'informativa che tale Codice richiede alle società quotate svedesi, infatti, risulta particolarmente analitica, in quanto prevede 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*"<sup>188</sup>.

Ciò detto e proprio al fine di perfezionare la qualità dell'informativa sul governo societario, nel Piano d'Azione la Commissione ha:

- previsto per il 2013 l'adozione di un'iniziativa ("*possibilmente sotto forma di raccomandazione*")<sup>189</sup> con cui potrebbero venire identificate linee guida per la predisposizione della relazione sulla *corporate governance* che, a loro volta, potrebbe portare anche ad una maggiore armonizzazione dei contenuti di tale documento a livello europeo;
- espresso l'intenzione di incoraggiare la cooperazione tra gli organismi nazionali incaricati di monitorare l'applicazione dei codici di *corporate governance* attraverso lo scambio di *best practices* sviluppate nei diversi Stati membri<sup>190</sup>.

186 Si ricorda qui, tra gli altri interventi in materia, la 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*".

187 Libro verde della Commissione europea, "*Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*", cit., *supra*, nota n. 14.

188 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](http://www.corporategovernanceboard.se/media/45322/svenskkodbolagsstyrn_2010_eng_korrigerad20110321.pdf).

189 V. Piano d'Azione, cit., p. 7.

Si rileva che nel Libro verde del 2011 la Commissione, nell'intenzione di procedere ad interventi in vista di una migliore applicazione dei codici di governo societario, aveva affermato che "*Le soluzioni proposte non devono peraltro pregiudicare la possibilità di rafforzare alcuni obblighi a livello UE, attraverso la loro inclusione in atti normativi e non solo in raccomandazioni*".

Nonostante la Commissione abbia prospettato il ricorso all'*hard law* per rimediare alle debolezze riscontrate nella concreta applicazione del principio "*comply or explain*" ha poi preferito optare per la *soft law*, mediante lo strumento della raccomandazione, forse in ragione dell'avversione palesata da molti osservatori a disposizioni obbligatorie.

190 Nella Comunicazione la Commissione ha additato importanti iniziative assunte, sulla scorta del Libro verde del 2011, da alcuni Stati membri relativamente al problema del *reporting* sul governo societario.

### *Chiarimento della relazione tra la cooperazione tra gli investitori su questioni relative al governo societario e il concetto di "azione concertata"*

Nel Piano di Azione la Commissione europea ha affermato che "un gran numero di coloro che hanno risposto alla consultazione sul Libro verde del 2011 ha auspicato il chiarimento del concetto di 'azione concertata'<sup>191</sup>. Infatti, la mancanza di certezza giuridica in relazione al concetto di 'azione concertata' richiamato sia dalla Direttiva sulle offerte pubbliche d'acquisto che dalla Direttiva *Transparency* (come pure negli atti di recepimento dei singoli Stati membri) è stata spesso percepita come un ostacolo a un'efficace cooperazione tra gli azionisti.

Il permanere di situazioni di incertezza interpretativa in relazione alla nozione di "azione concertata" ha spesso indotto gli azionisti ad evitare di rafforzare certe forme di collaborazione, così compromettendo gli sforzi compiuti a livello europeo al fine di indurre gli azionisti ad impegnarsi nella vita societaria con un orizzonte di lungo termine<sup>192</sup>.

Viceversa, secondo la Commissione, appare fondamentale per i soci poter conoscere chiaramente (ed in via preventiva) quando è consentito loro scambiarsi informazioni e cooperare senza incorrere in impreviste conseguenze giuridiche. Per questa ragione la Commissione si è assunta l'impegno di lavorare strettamente con le autorità nazionali competenti e con l'ESMA per "elaborare orientamenti"<sup>193</sup> volti a

Ad esempio in Finlandia sono state emanate il 20 gennaio 2012 linee guida sulle spiegazioni da fornire, nel Regno Unito il *Financial Reporting Council* ha avviato nel dicembre 2011 una discussione fra imprese e investitori sulla nozione di "spiegazione adeguata" per poi introdurre orientamenti sul metodo "comply or explain" nel codice di governo societario; il comitato belga per il governo societario ha commissionato uno studio indipendente sulla qualità delle spiegazioni e, sulla base dei risultati dell'indagine, ha formulato nel 2012 raccomandazioni pratiche.

191 Cfr. Piano d'Azione, cit., p. 11.

192 Nel contributo reso alla consultazione del Libro verde del 2011 il *Takeover Panel* ha affrontato il complesso rapporto esistente tra cooperazione tra soci e l'esistenza di un'azione di concerto tra azionisti ai fini della Direttiva OPA (2004/25/CE). Secondo tale autorità pubblica, designata dal Governo di Sua Maestà quale autorità di vigilanza con poteri regolamentari in materia di OPA, il concetto di azione concertata nell'ambito della disciplina dell'offerta pubblica obbligatoria assolve alla precipua funzione di impedire elusioni dell'obbligo di promuovere un'offerta nel caso in cui si agisca insieme ad altri soggetti per acquisire il controllo di una società o per vanificare gli effetti di un'offerta. Tale organismo ha riconosciuto che la nozione di agire concertato non deve ostacolare la cooperazione degli azionisti in materia di *corporate governance*, ma ritenersi integrata solo in presenza di determinate circostanze in cui la cooperazione dei soci appaia finalizzata ad ottenere il controllo di una società (c.d. *board control seeking*). Sono state introdotte così nel Codice disposizioni finalizzate ad introdurre un temperamento tra la cooperazione tra soci nelle questioni di *governance* e i presidi predisposti per i mutamenti nel controllo societario. Nel momento in cui si è ravvisato uno dei problemi che ha condotto alla crisi finanziaria nella mancanza di un adeguato dialogo tra l'azionariato e l'organo di amministrazione degli istituti finanziari, la definizione codicistica di azione in concerto nell'ambito della normativa sull'offerta obbligatoria è stata ritenuta nella prassi di ostacolo alla cooperazione degli azionisti. Alla luce di tali commenti il *Panel Executive* ha emesso il *Practice Statement No. 26* sull'attivismo degli azionisti con lo scopo di chiarire l'interpretazione e l'applicazione delle rilevanti previsioni contenute nel Codice. Con il *Practice Statement No. 26*, infatti, il *Panel Executive* chiarisce che le relative disposizioni del codice non hanno il fine di contrastare, nelle intenzioni o negli effetti, l'azione collettiva da parte dei gestori di fondi o degli investitori istituzionali o le normali iniziative dell'azionariato: in particolare, le consuete discussioni tra gli azionisti sulle questioni da sollevare al consiglio, le richieste congiunte al *board* da parte dei soci o gli accordi tra questi ultimi sull'esercizio coordinato del voto in merito ad una particolare risoluzione nell'assemblea generale non consentono di trarre la conclusione dell'esistenza di un'azione concertata. Tale documento illustra anche i casi in cui il *Panel Executive* ravvisa l'esistenza di una risoluzione finalizzata ad acquisire il controllo, con la conseguenza che, in pratica, raramente una risoluzione viene considerata "board control-seeking" e come, nella maggior parte delle azioni collettive di azionisti, non si verifichi alcun obbligo di promuovere un'offerta pubblica.

193 Cfr. il Piano d'Azione, cit., p. 11.

chiarire i casi in cui la cooperazione degli investitori su questioni di governo societario non debba ritenersi un'azione concertata<sup>194</sup>.

### *Partecipazione azionaria dei dipendenti*

Come si è avuto modo di evidenziare in precedenza la partecipazione dei dipendenti all'attività di impresa può realizzarsi secondo diverse modalità: rendendoli destinatari di una particolare informazione, rendendo obbligatoria una loro consultazione o facendoli sedere all'interno dell'organo di amministrazione.

La partecipazione può essere anche di tipo finanziario e realizzarsi tramite l'assunzione da parte degli stessi di una partecipazione azionaria nel capitale sociale<sup>195</sup>. Tutte queste diverse forme partecipative hanno in comune un fattore: quello di accrescere l'impegno, la motivazione, la produttività dei dipendenti, di ridurre le tensioni aziendali e di accrescere l'interesse dei lavoratori alla sostenibilità nel lungo termine dell'attività d'impresa.

In ogni caso, posto che il tema della partecipazione azionaria dei dipendenti deve essere trattata non solo secondo la prospettiva della *corporate governance*, ma anche tenendo conto degli aspetti legati alla fiscalità, alla previdenza sociale e al diritto del lavoro, la Commissione, da un lato, si è riservata di svolgere un'analisi di più ampio respiro in materia e, dall'altro, si è assunta l'impegno di "*individuare e studiare i potenziali ostacoli ai regimi transnazionali di partecipazione azionaria dei dipendenti*". Solo al termine di queste analisi, la Commissione adotterà le misure ritenute appropriate per incoraggiare lo sviluppo di regimi transnazionali di partecipazione azionaria dei dipendenti in Europa<sup>196</sup>.

## **8 L'impatto del Piano d'Azione sull'ordinamento italiano**

In questo paragrafo si valuterà l'impatto che avranno le scelte compiute dalla Commissione europea con il Piano d'Azione del 2012 sul vigente quadro normativo e regolamentare italiano in materia di *corporate governance*.

A tale riguardo occorre compiere alcune osservazioni preliminari.

In primo luogo si evidenzia come, in considerazione del fatto che in questo settore i codici nazionali di autodisciplina svolgono un ruolo fondamentale, molte

194 Si è ritenuto, in proposito, che da tale affermazione del documento comunitario si evincerebbe la chiara intenzione della Commissione europea di non procedere ad una revisione della Direttiva 2004/25/CE sulle OPA, la cui clausola di revisione sarebbe, tra l'altro, ormai scaduta.

195 Dalla lettura del *Feedback Statement* della consultazione del 2011 si rileva come sul tema della partecipazione azionaria dei dipendenti non era stata raggiunta una maggioranza a favore di un intervento comunitario nonostante, in linea astratta, fosse stato riconosciuto alla partecipazione azionaria dei dipendenti il merito di provocare un favorevole impatto sugli investimenti di lungo periodo e un rafforzato coinvolgimento dei dipendenti nei risultati della società. In proposito si sottolinea anche come numerosi contributi avevano, anzi, rivendicato la libertà di azionisti e delle società di autodeterminarsi in materia.

196 Cfr. Piano d'Azione, cit., p. 3.5.

delle iniziative indicate nel Piano d'Azione risultano già ampiamente regolate dal Codice di Autodisciplina italiano delle società quotate e ciò indipendentemente dall'esistenza di precetti normativi o di iniziative regolamentari che indicavano tali direzioni.

Infatti, in linea con le funzioni tradizionalmente riconosciute all'autoregolazione (ed in particolare con la 'funzione anticipatoria' di soluzioni legislative), il Codice di autodisciplina italiano, talvolta anche integrando le fonti tradizionali del diritto, ha elaborato specifiche raccomandazioni che rappresentano *best practices* da seguire per le società, ponendosi come una sorta di "laboratorio" di soluzioni innovative che sono state successivamente recepite dalla legislazione di rango primario e secondario<sup>197</sup>.

Occorre peraltro rilevare a tale riguardo che in Italia, così come anche a livello internazionale, rimangono aperti due problemi di fondo che possono in qualche modo condizionare la reale utilità per il mercato delle iniziative di autodisciplina: a) la qualità dell'informativa resa al mercato dalle società quotate sull'adesione ai codici e b) l'effettiva implementazione dei principi ai quali le società quotate dichiarano di voler aderire (ossia il problema dell'adesione effettiva e non solo formale ai codici)<sup>198</sup>.

In secondo luogo si osserva come la Commissione europea, trattando del tema della *corporate governance* sia nell'ambito del Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione del 2010, sia nel Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario del 2011, abbia affrontato il tema dell'organo di amministrazione prendendo essenzialmente (ma non esclusivamente) in considerazione il **modello di amministrazione dualistico** di ispirazione tedesca e il **modello monistico** di ispirazione anglosassone<sup>199</sup>.

Tant'è che la stessa Commissione, all'interno di entrambi i Libri verdi, aveva chiarito che l'utilizzo del termine "*board of directors*" era stato fatto con esclusivo

197 Sul punto si veda, più ampiamente, S. Alvaro, P. Ciccaglioni e G. Siciliano, *L'autodisciplina in materia di corporate governance - Un'analisi dell'esperienza italiana*, Quaderni Giuridici della Consob, n. 2, 2013, p. 47 e 48.

198 In proposito è stato infatti osservato da S. Alvaro, P. Ciccaglioni e G. Siciliano, *L'autodisciplina in materia di corporate governance - Un'analisi dell'esperienza italiana*, cit., p. 48, che "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".

199 In realtà nel Libro verde del 2011 la Commissione aveva in mente il solo modello monistico. Tant'è che il Parlamento europeo, con la Risoluzione del 29 marzo 2012 sul quadro in materia di governo societario delle imprese europee, P7\_TA(2012)0118 (reperibile all'indirizzo web: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2012-0118+0+DOC+XML+V0//IT>) aveva espressamente deplorato (cfr. punto 3) il fatto che il Libro verde si fosse concentrato sul solo sistema monistico a scapito della struttura dualistica (che è rappresentata altrettanto ampiamente in Europa), invitando la Commissione a tenere conto dei diritti e dei doveri conferiti ai vari organi societari dalle legislazioni nazionali, e in particolare delle differenze tra il sistema monistico e dualistico. Ad onor del vero, anche se il modello dualistico e monistico sono quelli principalmente tenuti a mente dalla Commissione, quest'ultima chiarisce sempre che le singole normative nazionali possono assegnare differenti ruoli ai diversi organi societari. Si legge, infatti, nell'Action Plan del 2012 (alle pagine, 5 e 6) che "In Europa, coesistono diversi sistemi di amministrazione. A seconda del paese, le società quotate possono prevedere un sistema con un solo consiglio (il cosiddetto sistema "monistico"), un sistema con due organi ("dualistico") o una qualche forma di sistema misto. La Commissione riconosce la coesistenza di queste strutture, che sono spesso profondamente radicate nel sistema globale di governance economica del paese, e non ha intenzione di contestare o modificare questi sistemi".



riferimento alla funzione di controllo sulla gestione posta in essere dai "directors", ruolo che, appunto, nel sistema dualistico compete al consiglio di sorveglianza internamente composto dai "non-executive directors", nel sistema monistico compete al comitato per il controllo sulla gestione e che nel sistema tradizionale italiano compete agli amministratori non esecutivi.

Ciò significa, quindi, che tutte le considerazioni compiute dalla Commissione in ordine alla composizione ed al funzionamento del *board of directors* possono trovare applicazione anche al modello tradizionale italiano di amministrazione e controllo solo 'mutatis mutandis', ossia tenendo sempre presenti le diverse regole che sovrintendono i diversi modelli di *governance*.

Da quest'ultimo punto di vista pare allora essere essenziale tenere in considerazione il fatto che secondo il codice civile italiano il consiglio di amministrazione nel modello tradizionale non viene mai spogliato dei poteri attribuiti all'amministratore delegato o al comitato esecutivo, in quanto il consiglio mantiene sempre una competenza concorrente rispetto a quella degli organi delegati. Tant'è che l'art. 2381, comma 3, del codice civile attribuisce al consiglio di amministrazione (come *plenum*) il potere di impartire direttive agli organi delegati ed avocare a sé operazioni rientranti nella delega.

Viceversa nel sistema dualistico il consiglio di gestione è l'organo cui spetta la responsabilità esclusiva della gestione sociale e del compimento di tutte le operazioni per la corretta attuazione dell'oggetto sociale (cfr. art. 2409-*novies* c.c. e ss.).

## 8.1 L'impatto sull'ordinamento italiano delle iniziative di *hard law* del Piano d'Azione

### *Migliorare la trasparenza delle politiche di voto adottate dagli investitori istituzionali (e dagli asset managers in generale) nonché delle modalità del loro concreto esercizio*

Se a livello europeo non si sono ancora molto diffusi codici di comportamento specificamente dedicati all'attività posta in essere dagli investitori istituzionali nelle diverse fasi che caratterizzano la vita delle società partecipate, viceversa, all'interno di taluni codici di *corporate governance* di singoli Stati membri si trovano alcune raccomandazioni in materia.

In Europa, tra i pochi codici di autodisciplina rivolti espressamente agli investitori istituzionali, si contano:

- nel Regno Unito, lo *Stewardship Code* redatto dal *Financial Reporting Council*<sup>200</sup>;

200 Il codice inglese del settembre 2012 è reperibile all'indirizzo: <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>. Esso, come ha osservato il Comitato per la *corporate governance* italiano nella sua Relazione annuale del novembre 2012 (reperibile all'indirizzo: [http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2012/corporategovernance\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2012/corporategovernance_pdf.htm)), si compone di una serie di principi e raccomandazioni rivolti agli investitori istituzionali per il corretto esercizio del loro mandato fiduciario con i propri clienti, raccomandando di "(i) divulgare pubblicamente la loro policy su come intendono assolvere alle loro "stewardship responsibilities"; (ii) dotarsi di una policy sui conflitti di interesse e renderla

- in Lussemburgo, il *Code for Luxembourg Investment Funds* dell'*Association of the Luxembourg Fund Industry* (ALFI);
- in Germania, il *Corporate Governance Kodex fuer Asset Management Gesellschaften* del *German Working Group for Asset Managers*<sup>201</sup>.

Ad essi occorre aggiungere l'*EFAMA Code for External Governance*, pubblicato nel 2011 dall'Associazione dei fondi europei (Efama) che raccoglie una serie di *best practices* volte a migliorare la partecipazione dei fondi alle società oggetto di investimento. In base ai sei principi di cui si compone il Codice, ogni società di gestione (*Investment Management Company* - IMC) dovrebbe:

1. dotarsi di un documento di politica per l'esercizio delle proprie responsabilità di gestione e renderla pubblica;
2. tenere sempre monitorate le imprese partecipate;
3. determinare con chiarezza le proprie linee guida sul *quando* e sul *come* intervenire nelle società partecipate al fine di proteggere e aumentare il valore dei propri investimenti;
4. tenere in considerazione la possibilità di cooperare con altri investitori, se ed in quanto ritenuta adatta alla situazione, tenendo sempre presenti le regole europee in tema di azione di concerto;
5. esercitare in modo consapevole i propri diritti di voto;
6. riferire sempre in relazione alle modalità con cui sono stati esercitati i diritti di proprietà delle partecipazioni e di voto e dotarsi di una politica di trasparenza circa la *governance* esterna.

In Italia, viceversa, non esistono né norme, né regole di condotta raccomandate dal codice di autodisciplina, volte a imporre una qualche forma di trasparenza in relazione alle politiche di voto adottate dagli investitori istituzionali (e, in generale, da ogni *asset manager*)<sup>202</sup>.

*pubblica; (iii) avere una chiara politica sul voto e di reporting sulle modalità di esercizio del voto; (iv) riferire periodicamente sull'effettivo esercizio del diritto di voto nonché; (v) monitorare costantemente le società partecipate*".

201 Il Codice tedesco dell'aprile del 2005 (reperibile all'indirizzo: [http://www.dvfa.de/files/home/application/pdf/kodex\\_corpgov\\_assetmnt.pdf](http://www.dvfa.de/files/home/application/pdf/kodex_corpgov_assetmnt.pdf)) individua sia regole interne di *governance* degli investitori istituzionali (dedicando particolare attenzione ai conflitti di interessi), sia *best practices* in materia di esercizio dei diritti sociali all'interno delle società partecipate (dedicando particolare attenzione alla materia del voto e della partecipazione alle assemblee).

202 Come si era visto nel precedente paragrafo diversi paesi europei raccomandano agli investitori istituzionali di rendere trasparenti le proprie politiche di voto ed il proprio impegno nelle società partecipate. È il caso dello *Stewardship Code* del Regno Unito, dell'*Eumedion best practices for engaged shareownership* dei Paesi Bassi, del *Code for external governance of the European Fund and Asset Management Association* e degli *International Corporate Governance Network Global Corporate Governance Principles*.

In Italia non sono previste disposizioni sulla trasparenza delle politiche di voto degli investitori istituzionali, se non con riguardo all'informativa da fornire ai partecipanti agli OICR gestiti (v. art. 32 "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio", adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 e successive modifiche, secondo cui: "1. Ove richiesto dalle caratteristiche del servizio di gestione prestato, le SGR e le SICAV adottano, applicano e mantengono una strategia efficace e adeguata per l'esercizio dei diritti di intervento e di voto inerenti agli strumenti

Merita peraltro di essere menzionata un'importante iniziativa di Assogestioni che, avendo tra le finalità indicate nel proprio Statuto quella di promuovere l'autoregolamentazione del settore, nel febbraio del 2011 ha pubblicato un *Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti di interesse* applicabile alle società di gestione del risparmio (Sgr) e per le società di investimento a capitale variabile (Sicav) che aderiscono all'Associazione<sup>203</sup>. Tale Protocollo contiene raccomandazioni in tema di identificazione e gestione dei conflitti di interesse nella prestazione: a) del servizio di gestione collettiva del risparmio; b) della commercializzazione, anche fuori sede o a distanza, di quote o azioni di OICR da parte della SGR ovvero delle azioni di propria emissione effettuata dalla SICAV; c) del servizio di gestione di portafogli, del servizio di consulenza in materia di investimenti e dei servizi accessori, nonché dell'offerta fuori sede o a distanza degli stessi, da parte della SGR.

Merita anche di essere segnalata un'iniziativa annunciata il 6 marzo 2013 dal Comitato italiano per la *corporate governance* volta a dare l'avvio ai lavori per la predisposizione di un codice di comportamento destinato agli investitori istituzionali sulle linee tracciate a livello europeo dall'*EFAMA Code for External Governance*.

*Miglioramento della trasparenza sulle politiche retributive adottate e sulle remunerazioni concretamente riconosciute agli amministratori. Riconoscimento agli azionisti del diritto di voto sulla politica retributiva societaria.*

Anche se gli interventi normativi comunitari in materia di remunerazione degli amministratori sono stati numerosi in passato<sup>204</sup>, come si è visto, la Commissione ha rilevato come alcuni Stati membri non si sono ancora dotati di un'adeguata disciplina in materia. Pertanto, al fine di rendere quantomeno comparabili tra loro le informazioni rese al mercato dalle società nei diversi Stati, occorre implementare l'adozione in tutti gli Stati membri di regole omogenee.

Con l'*Action Plan* è stata evidenziata l'esigenza di: a) rafforzare la trasparenza delle politiche remunerative e delle retribuzioni individuali dei *managers* (principio del c.d. *say on pay*); b) riconoscere agli azionisti un diritto di voto (vincolante o me-

*finziari di pertinenza degli OICR gestiti, al fine di assicurare che tali diritti siano esercitati nell'esclusivo interesse dei partecipanti agli OICR.*

*2. La strategia adottata ai sensi del comma 1 definisce le procedure da seguire e le misure da adottare per:*

*a) monitorare gli eventi societari connessi agli strumenti finanziari in portafoglio degli OICR gestiti, laddove richiesto dalle caratteristiche degli strumenti finanziari che incorporano i diritti da esercitare;*

*b) valutare le modalità e i tempi per l'eventuale esercizio dei diritti di intervento e di voto, sulla base di un'analisi costi-benefici che consideri anche gli obiettivi e la politica di investimento dell'OICR.*

*3. Le SGR e le SICAV rendono disponibile ai partecipanti agli OICR una descrizione, eventualmente in forma sintetica, della strategia di cui al comma 1 e dei relativi aggiornamenti."*

203 Tale documento è reperibile al sito: [http://www.assogestioni.it/index.cfm/8,788,0,32/protocollo\\_autonomia.pdf](http://www.assogestioni.it/index.cfm/8,788,0,32/protocollo_autonomia.pdf).

204 Ci si riferisce alle Raccomandazioni, già citate, del 2004 (Raccomandazione 2004/913/CE) e del 2005 (Raccomandazione 2005/162/CE) sulla remunerazione e sul ruolo degli amministratori non esecutivi nelle società quotate, nonché del 2009 (Raccomandazione 2009/384/CE e Raccomandazione 2009/385/CE) sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari e sulla remunerazione degli amministratori delle società quotate.

ramente consultivo)<sup>205</sup> in merito alla politica retributiva adottata dalla società e alla relazione sulle remunerazioni che espone le modalità con cui detta politica è stata attuata nel precedente esercizio.

L'Italia pare essere già allineata con le indicazioni fornite dalla Commissione europea, avendovi dato attuazione sia con norme di rango primario (il D.Lgs. 30 dicembre 2010, n. 259, che ha introdotto l'art. 123-*ter*<sup>206</sup> nel Testo Unico della finanza), sia con regolamentazione di rango secondario (Delibera Consob n. 18049/2011 che ha modificato il Regolamento Emittenti della Consob), sia tramite l'autoregolamentazione (art. 6 del Codice di Autodisciplina del 2011).

Per quanto riguarda la normativa primaria, l'art. 123-*ter* del TUF (rubricato "*Relazione sulla remunerazione*") ha sostanzialmente riconosciuto agli azionisti delle società quotate il diritto di esprimersi in modo consapevole circa le politiche adottate dalla società in materia di remunerazione dei propri amministratori. Tale diritto è stato, in qualche modo, oggetto di tutela da parte del legislatore mediante due distinte previsioni:

- a) in una apposita relazione messa a disposizione dei soci almeno ventuno giorni prima della data fissata per l'assemblea annuale di bilancio, la società deve illustrare la politica generale adottata in materia di remunerazioni dei componenti dell'organo di amministrazione (oltre che dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche) e deve altresì indicare i compensi corrisposti a qualsiasi titolo agli amministratori nel corso dell'esercizio di riferimento;
- b) l'assemblea degli azionisti è chiamata a votare (con delibera non vincolante) sulla politica delle remunerazioni<sup>207</sup>.

La Consob ha dato attuazione alla delega contenuta nell'art. 123-*ter* del TUF introducendo un nuovo articolo (l'art. 84-*quater* rubricato "*Relazione sulla remunerazione*") al proprio Regolamento Emittenti (adottato con delibera n. 11971 del 14.5.1999).

A sua volta il Codice di Autodisciplina del 2011, all'articolo n. 6, ha individuato i criteri cui si deve attenere la società quotata nel determinare i compensi spettanti agli amministratori (e ai dirigenti con responsabilità strategiche) in modo tale "*da allineare i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della crea-*

205 Si ricorda peraltro che, nell'ambito della consultazione seguita al Libro verde del 2011, soltanto una modesta maggioranza degli osservatori aveva concordato sulla proposta di sottoporre al voto degli azionisti la politica retributiva della società, nonché la relazione sulla sua attuazione, e che la maggioranza di questi contributi aveva espresso preferenza per un tipo di voto meramente "consultivo" e non vincolante.

206 Si puntualizza che l'art. 123-*ter* è stato introdotto all'interno del TUF nel dicembre 2010 al fine di recepire le Raccomandazioni adottate nel 2004 e nel 2009 dalla Commissione europea in materia di remunerazione degli amministratori di società quotate.

207 Più esattamente l'art. 123-*ter* del TUF prevede al comma 6 che: "*Fermo restando quanto previsto dagli articoli 2389 e 2409-terdecies, primo comma, lettera a), del codice civile, e dall'articolo 114-bis, l'assemblea convocata ai sensi dell'articolo 2364, secondo comma, ovvero dell'articolo 2364-bis, secondo comma, del codice civile, delibera in senso favorevole o contrario sulla sezione della relazione sulla remunerazione prevista dal comma 3. La deliberazione non è vincolante. L'esito del voto è posto a disposizione del pubblico ai sensi dell'articolo 125-*quater*, comma 2.*" Al riguardo la Commissione europea ha auspicato nel Piano d'Azione l'estensione del voto stesso alla sezione che riporta il dettaglio dei compensi riconosciuti.

zione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo" (art. 6, principio 2 del Codice) e da garantire un adeguato bilanciamento tra la componente fissa della remunerazione e quella variabile "legata al raggiungimento di specifici obiettivi di performance, anche di natura non economica, preventivamente indicati e determinati della remunerazione" (art. 6, principio 2 del Codice)<sup>208</sup>.

Per quanto riguarda specificamente il settore bancario, si segnala, infine, che il tema delle remunerazioni è stato affrontato a livello europeo anche dalla Direttiva 2010/76/CE del 24 novembre 2010 ("*Direttiva CRD3*") che, al fine di contrastare gli effetti potenzialmente negativi di regimi remunerativi mal concepiti in relazione al principio della sana gestione dei rischi delle banche, ha modificato le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE per introdurre specifiche regole sui sistemi di remunerazione e incentivazione per gli enti creditizi (e per le imprese di investimento) e prevedendo, tra l'altro, un riesame delle politiche remunerative da parte delle autorità di vigilanza.

Conseguentemente in Italia, con la Legge 15 dicembre 2011, n. 217 ("*Legge Comunitaria per il 2010*"), sono state apportate le integrazioni necessarie sia al Testo Unico bancario (D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385), sia al Testo Unico della finanza (D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) per richiamare espressamente i sistemi di remunerazione e incentivazione nell'ambito degli assetti organizzativi e di governo societario degli intermediari e per attribuire alla Banca d'Italia specifici poteri di intervento in materia.

Il recepimento delle disposizioni della Direttiva CRD3 è avvenuto anche a livello di regolamentazione secondaria.

La Banca d'Italia, in data 30 marzo 2011, ha infatti adottato le "*Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari*" (ed ha altresì modificato la propria Circolare n. 263/2006) che im-

208 In particolare il primo Criterio applicativo dell'art. 6 del Codice Autodisciplina (Criterio 6.C.1) prevede che:

*"La politica per la remunerazione degli amministratori esecutivi o investiti di particolari cariche definisce linee guida con riferimento alle tematiche e in coerenza con i criteri di seguito indicati:*

*a) la componente fissa e la componente variabile sono adeguatamente bilanciate in funzione degli obiettivi strategici e della politica di gestione dei rischi dell'emittente, tenuto anche conto del settore di attività in cui esso opera e delle caratteristiche dell'attività d'impresa concretamente svolta;*

*b) sono previsti limiti massimi per le componenti variabili;*

*la componente fissa è sufficiente a remunerare la prestazione dell'amministratore nel caso in cui la componente variabile non fosse erogata a causa del mancato raggiungimento degli obiettivi di performance indicati dal consiglio di amministrazione;*

*d) gli obiettivi di performance - ovvero i risultati economici e gli eventuali altri obiettivi specifici cui è collegata l'erogazione delle componenti variabili (ivi compresi gli obiettivi definiti per i piani di remunerazione basati su azioni) - sono predeterminati, misurabili e collegati alla creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo;*

*e) la corresponsione di una porzione rilevante della componente variabile della remunerazione è differita di un adeguato lasso temporale rispetto al momento della maturazione; la misura di tale porzione e la durata del differimento sono coerenti con le caratteristiche dell'attività d'impresa svolta e con i connessi profili di rischio;*

*f) l'indennità eventualmente prevista per la cessazione anticipata del rapporto di amministrazione o per il suo mancato rinnovo è definita in modo tale che il suo ammontare complessivo non superi un determinato importo o un determinato numero di anni di remunerazione. Tale indennità non è corrisposta se la cessazione del rapporto è dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati".*

pongono alle banche obblighi di informativa, sia di tipo qualitativo che quantitativo, in materia di politiche e prassi di remunerazione.

Inoltre, in attuazione dell'art. 6, comma 2-*bis*, lettera a), del TUF (come integrato proprio dalla legge Comunitaria 2010) la Banca d'Italia e la Consob (con atti congiunti del 9 maggio 2012 e del 25 luglio 2012) hanno modificato il *Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio*<sup>209</sup> introducendo disposizioni in materia di remunerazione per i soggetti abilitati con riferimento alla prestazione di servizi e attività di investimento.

Nel settore assicurativo, poi, si segnala che in attuazione delle citate Raccomandazioni della Commissione europea n. 2009/384/CE e n. 2009/385/CE, l'ISVAP nel 2011 ha adottato il "*Regolamento relativo alle politiche di remunerazione nelle imprese di assicurazione*" (Regolamento n. 39 del 9 giugno 2011)<sup>210</sup> con cui ha fissato i principi in materia di politiche di remunerazione delle imprese di assicurazione, con il dichiarato obiettivo di assicurare l'adozione di sistemi retributivi coerenti con i principi affermatasi a livello internazionale in risposta alla crisi finanziaria.

Va da sé che ove la Commissione europea (modificando le direttive esistenti o introducendone di nuove) decidesse di richiedere agli Stati membri di introdurre nei propri ordinamenti norme di rango primario o secondario per disciplinare alcuni aspetti delle sopra menzionate materie, occorrerebbe verificare se l'Italia, per quegli aspetti specifici, sia già dotata di una normativa primaria o secondaria o se, viceversa, esistano solo raccomandazioni di *best practices* contenute nel Codice di autodisciplina. In quest'ultimo caso, ovviamente, occorrerà semplicemente recepire tali *best practices* nella legislazione di rango primario e secondario.

### *Miglioramento del controllo degli azionisti sulle operazioni con parti correlate*

Sul tema della regolamentazione delle operazioni con parti correlate l'Italia, da tempo, ha raggiunto livelli normativi e regolamentari rispondenti a quanto indicato dalla Commissione europea nell'*Action Plan*<sup>211</sup>.

Infatti, già nel 2004, con l'art. 12 del D.Lgs. 28 dicembre 2004, n. 310, il Legislatore aveva inserito nel codice civile un nuovo articolo 2391-*bis* (rubricato "*Operazioni con parti correlate*")<sup>212</sup> con cui è stata delegata la Consob ad emanare "*regole*

209 Regolamento adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato.

210 Il regolamento si trova in Bollettino mensile ISVAP, Anno VI, n. 6/2011 del 29 luglio 2011 (reperibile in: [http://www.isvap.it/isvap\\_cms/docs/F21310/Bollettino\\_giugno\\_2011.pdf](http://www.isvap.it/isvap_cms/docs/F21310/Bollettino_giugno_2011.pdf)).

211 Per un confronto tra la disciplina italiana in materia e quella di altri importanti paesi che hanno adottato una disciplina si rinvia a OECD, *Related Party Transaction and Minority Shareholder Rights*, 2012, in <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/relatedpartytransactionsandminorityshareholderrights.htm>.

212 L'art. 2391-*bis* del codice civile prevede che:

"1. Gli organi di amministrazione della società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale

che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate" per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio<sup>213</sup>.

Successivamente la Consob, con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010<sup>214</sup>, ha quindi adottato il *Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate*<sup>215</sup> (di seguito anche "Reg. PC") che, in sostanza, fissa regole volte ad assicurare adeguati presidi di trasparenza e correttezza procedurale di queste operazioni, per minimizzare i rischi di conflitti di interessi da essi potenzialmente derivanti, e, in particolare, la possibilità che gli azionisti di controllo di società quotate (e i *managers* che ne sono espressione) dispongano del patrimonio sociale nel proprio interesse e a danno degli altri soci.

I principali aspetti della disciplina regolamentare sono i seguenti:

- a) *adozione di procedure*: i consigli di amministrazione (o i consigli di gestione delle società) devono adottare procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate secondo i principi fissati dal Regolamento Consob (art. 4 Reg. PC);
- b) *ruolo del consiglio di amministrazione*: il consiglio di amministrazione deve identificare, istruire e approvare le operazioni con parti correlate<sup>216</sup>;

*delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione.*

*2. I principi di cui al primo comma si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all'assemblea".*

213 Regole che trovano attuazione anche mediante gli articoli 113-ter, 114, 115 e 154-ter del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

214 Successivamente modificata con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010.

215 In realtà la materia delle operazioni con parti correlate era già in qualche modo disciplinata dal Regolamento 14 maggio 1999, n. 11971 ("Regolamento Emittenti") che prevedeva obblighi di informazione continua a carico degli emittenti, ma è con delibera n. 14990 del 14 aprile 2005 che la CONSOB, modificando e integrando lo stesso regolamento Emittenti, aveva fornito una nuova definizione di "parti correlate" precisando che per "parti correlate" debbano intendersi "i soggetti definiti tali dal principio contabile internazionale concernente l'informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate (vale a dire lo IAS 24), adottato secondo la procedura di cui all'art. 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002". Secondo il principio contabile IAS 24, una parte è considerata "correlata ad un'entità se:

"a) direttamente o indirettamente, attraverso uno o più intermediari, la parte:

(i) controlla l'entità, ne è controllata, oppure è soggetta al controllo congiunto (ivi incluse le entità controllanti, le controllate e le consociate);

(ii) detiene una partecipazione nell'entità tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima; o

(iii) controlla congiuntamente l'entità;

b) la parte è una società collegata (secondo la definizione dello IAS 28 Partecipazioni in società collegate) dell'entità;

c) la parte è una joint venture in cui l'entità è una partecipante (v. IAS 31 Partecipazioni in joint venture);

d) la parte è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche dell'entità o della sua controllante;

e) la parte è uno stretto familiare di uno dei soggetti di cui ai punti (a) o (d);

f) la parte è un'entità controllata, controllata congiuntamente o soggetta ad influenza notevole da uno dei soggetti di cui ai punti (d) o (e), ovvero tali soggetti detengono, direttamente o indirettamente, una quota significativa di diritti di voto;

g) la parte è un fondo pensionistico per i dipendenti dell'entità, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata".

216 Per tali intendendosi (quantomeno) quelle che superino le soglie previste dall'Allegato 3 al Regolamento Consob.

c) *ruolo degli amministratori indipendenti*: è stata introdotta una differente procedura in ragione delle dimensioni dell'operazione. Per le operazioni con parti correlate di minore rilevanza è prevista l'acquisizione di un motivato parere non vincolante da parte di un comitato composto esclusivamente da amministratori non esecutivi né correlati, in maggioranza indipendenti, sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni (art. 7 Reg. PC).

Per le operazioni di maggiore rilevanza, un comitato composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati, dopo essere stato coinvolto nella fase delle trattative e nella fase istruttoria delle operazioni, è tenuto ad esprimere un parere motivato sulle stesse operazioni. Il consiglio di amministrazione approva l'operazione previo motivato parere favorevole del comitato (art. 8 Reg. PC);

d) *ruolo degli azionisti*: se, in relazione ad una operazione di maggiore rilevanza, il consiglio di amministrazione intende procedere nonostante il contrario avviso degli amministratori indipendenti, il compimento dell'operazione può essere autorizzato dall'assemblea (art. 8, co.2 Reg. PC); specifiche disposizioni sono previste in caso di operazioni di competenza assembleare dall'art. 11 Reg. PC;

e) *informazione al pubblico*: oltre alle comunicazioni nelle relazioni finanziarie periodiche, in occasione del compimento delle operazioni di maggiore rilevanza si prevede che la società emittente predisponga un documento informativo da mettere a disposizione del pubblico (art. 5 Reg. PC). L'art. 6 Reg. PC disciplina gli obblighi comunicazioni al pubblico delle operazioni con parti correlate ai sensi dell'art. 114 TUF.

Si ricorda, infine, che in Italia anche che il Testo Unico Bancario (D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385), all'art. 136 - fermi restando gli obblighi previsti dal codice civile in materia di interessi degli amministratori e di operazioni con parti correlate - prescrive l'approvazione all'unanimità e il voto favorevole di tutti i componenti dell'organo di controllo per le obbligazioni contratte con la banca, direttamente o indirettamente, da chi svolge funzioni di amministrazione, direzione e controllo all'interno della banca stessa.

#### *Miglioramento del quadro normativo applicabile ai proxy advisors in materia di trasparenza e di conflitto di interessi*

L'iniziativa annunciata dalla Commissione europea nel Piano d'Azione in materia di *proxy advisors*, come si è visto in precedenza, consiste nell'introduzione di una normativa comunitaria - basata sui risultati della discussione avviata dall'ESMA nel marzo del 2012 - che: a) impone una maggior trasparenza ai consulenti in materia di voto; b) introduce nuove misure in materia di conflitti di interessi.



L'ESMA<sup>217</sup>, nel *Final Report* del 19 febbraio 2013 relativo al "*Feedback statement sulla consultazione relativa al ruolo dell'industria dei proxy advisors*"<sup>218</sup> ha sostanzialmente raccomandato all'industria dei *proxy advisors* di sviluppare un Codice di condotta europeo che contenga principi e raccomandazioni in tema di: a) identificazione, divulgazione e gestione dei conflitti di interesse; b) implementazione della trasparenza delle consulenze rese dai *proxy advisors* anche al fine di garantirne una maggiore precisione e attendibilità.

Diversamente da quanto accade in alcuni Paesi europei, in Italia non esistono iniziative in materia di *proxy advisors*<sup>219</sup>.

L'esperienza italiana difatti dimostra come sia poco frequente l'utilizzo dei *proxy advisors* da parte degli investitori istituzionali italiani, i quali, per la gestione dei diritti di voto nelle società partecipate generalmente utilizzano le proprie strutture interne.

Chi utilizza in Italia i consulenti in materia di voto per le assemblee delle società quotate sono invece gli investitori istituzionali internazionali.

In considerazione del fatto che l'implementazione della trasparenza circa le modalità di svolgimento dei servizi resi dai *proxy advisors* (con particolare attenzione al profilo dei conflitti di interesse) potrebbe contribuire a migliorare l'integrità del sistema di voto nelle assemblee delle società quotate e l'affidamento che gli azionisti ripongono su questi servizi, l'Industria italiana, nel corso della consultazione seguita alla pubblicazione del Libro verde del 2011, ha avanzato talune proposte.

Da un lato Assonime ha proposto di richiedere ai *proxy advisors*:

- a) di rendere nota la propria politica di voto con largo anticipo rispetto alla data fissata per l'assemblea;
- b) una esposizione circa la politica delle osservazioni da compiere in assemblea;
- c) trasparenza sul processo decisionale e sulla metodologia utilizzata per i propri clienti e per gli emittenti;

217 La consultazione avviata in materia dall'ESMA il 22 marzo 2012, al fine di raccogliere informazioni e orientamenti e valutare l'opportunità di un intervento regolamentare a livello europeo sul tema, si è conclusa con la pubblicazione in data 19 febbraio 2013 del *Final Report "Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry"*. Tale consultazione ha riguardato le principali problematiche di seguito indicate: l'entità del ricorso ai servizi prestati dai consulenti in materia di voto da parte degli investitori istituzionali; la correlazione tra l'attività dei *proxy advisors* e il comportamento degli investitori istituzionali in sede di espressione del voto; il rapporto tra responsabilità degli investitori istituzionali e affidamento di questi ultimi ai servizi dei *proxy advisors*; la gestione dei potenziali conflitti di interesse dei consulenti in materia di voto; la metodologia utilizzata da tali consulenti nella formulazione delle raccomandazioni di voto e la loro interazione con gli emittenti nell'elaborazione di raccomandazioni di voto; i requisiti di professionalità e indipendenza che devono essere posseduti dal *proxy advisor staff*.

218 In: <http://www.esma.europa.eu/content/Feedback-statement-consultation-regarding-role-proxy-advisory-industry>.

219 In data 18 marzo 2001 in Francia l'AMF ha adottato una Raccomandazione (la n. 2011-06) specifica sulle imprese di *proxy advisors* (reperibile all'indirizzo: [http://www.amf-france.org/documents/general/9915\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9915_1.pdf)); nel Regno Unito lo *Stewardship Code* del *Financial Reporting Council* (FRC), seppur rivolto principalmente agli investitori istituzionali, consente la sua adozione anche ai *proxy advisors* e ai consulenti (reperibile all'indirizzo: <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>); in Olanda il tema è trattato nel *De Nederlandse Corporate Governante Code* delle società quotate (reperibile all'indirizzo: <http://commissiecorporategovernance.nl/download/?id=609>).

- d) trasparenza sulle 'regole di ingaggio' con gli emittenti;
- e) trasparenza in merito ai potenziali conflitti di interesse e alle modalità con cui devono essere gestiti<sup>220</sup>.

Dall'altro lato Assogestioni, con specifico riguardo ai conflitti di interesse, ha suggerito di rendere obbligatorio per i *proxy advisors* la pubblicazione:

- a) delle politiche adottate in materia di conflitti di interessi;
- b) delle dichiarazioni rese in materia di conflitti di interessi;
- c) dei meccanismi adottati per creare *firewalls* al fine di tenere separate le diverse unità organizzative in potenziale conflitto;
- d) dei principi generali adottati per rendere pareri<sup>221</sup>.

#### *Comunicazione della politica in materia di diversità nella composizione del board*

Anche nella materia della politica in materia di diversità nella composizione del *board* l'Italia risulta essere già in linea con le previsioni dell'*Action Plan* (anche se talvolta solo con raccomandazioni contenute nel Codice di Autodisciplina per le società quotate del 2011)<sup>222</sup>.

In primo luogo il Codice di autodisciplina per la *corporate governance* delle società quotate italiane del 2011 (di seguito anche "Codice"), in linea sia con le indicazioni contenute 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*", sia con le indicazioni contenute nel Libro verde del 2011, dedica già ampia attenzione al tema della diversità nella composizione del *board*.

Nel Commento all'articolo 2 del Codice<sup>223</sup> il Comitato per la *corporate governance*<sup>224</sup> esprime l'auspicio che "*gli azionisti, in sede di presentazione delle liste e*

220 Queste sono i rimedi proposti da Assonime nella risposta alla consultazione al Libro verde del 2011 reperibile all'indirizzo: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index_en.htm).

221 Queste sono le proposte di Assogestioni nella risposta alla consultazione al Libro verde del 2011 reperibile all'indirizzo: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/index_en.htm).

222 Come si era già detto in precedenza, ove la Commissione europea intendesse in futuro richiedere agli Stati membri di introdurre nei propri ordinamenti norme di rango primario (o secondario) per disciplinare alcuni aspetti della materia, occorrerebbe verificare se l'Italia, per quegli aspetti specifici, sia già dotata di una normativa primaria (o secondaria) o se, viceversa, esistano solo raccomandazioni di *best practices* contenute nel Codice di autodisciplina. In quest'ultimo caso, ovviamente, occorrerà semplicemente recepire tali *best practices* nella legislazione di rango primario e secondario.

223 L'art. 2 del Codice fissa i seguenti due Principi (ossia due raccomandazioni di carattere generale):

"2.P.1. Il consiglio di amministrazione è composto da amministratori esecutivi e non esecutivi, dotati di adeguata competenza e professionalità.

2.P.2. Gli amministratori non esecutivi apportano le loro specifiche competenze alle discussioni consiliari, contribuendo all'assunzione di decisioni consapevoli e prestando particolare cura alle aree in cui possono manifestarsi conflitti di interesse".

di successiva nomina degli amministratori, valutino (...) le caratteristiche professionali, di esperienza, anche manageriale, e di genere dei candidati, in relazione alle dimensioni dell'emittente, alla complessità e specificità del settore di attività in cui esso opera, nonché alle dimensioni del consiglio di amministrazione". Tale valutazione si rende necessaria, secondo lo stesso Comitato, in quanto "gli amministratori non esecutivi arricchiscono la discussione consiliare con competenze formate all'esterno dell'impresa, di carattere strategico generale o tecnico particolare. Tali competenze permettono di analizzare i diversi argomenti in discussione da prospettive diverse e, perciò, contribuiscono ad alimentare la dialettica che è il presupposto distintivo di una decisione collegiale, meditata e consapevole"<sup>225</sup>.

Lo stesso Codice individua come *best practice* rilevante per l'efficienza dell'organo di amministrazione l'attività di auto-valutazione che il *board* dovrebbe compiere annualmente *ex post* in merito al proprio funzionamento, alla dimensione e alla composizione, una dell'organo stesso e, pertanto, raccomanda che sia effettuata annualmente.

In secondo luogo, per ciò che attiene ai requisiti di professionalità dei membri del *board*, si segnala che il codice civile italiano, all'articolo 2387, ha sostanzialmente rimesso all'autonomia statutaria la facoltà di subordinare l'assunzione della carica di amministratore al possesso di speciali requisiti. Lo statuto, peraltro, secondo quanto prevede lo stesso art. 2387 c.c., può compiere un espresso riferimento ai requisiti previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o società di gestione dei mercati regolamentati, facendo comunque salve le disposizioni contenute in leggi speciali in relazione all'esercizio di particolari attività (quali, ad esempio, l'attività bancaria).

In terzo luogo, per quanto riguarda più specificatamente, il tema della diversità di genere all'interno del *board*, con la legge 12 luglio 2011, n. 120<sup>226</sup>, il Legislatore italiano ha dettato una specifica disciplina in materia di parità di accesso agli organi di amministrazione e controllo delle società quotate in mercati regolamentati (oltre che nelle società pubbliche non quotate), prevedendo l'obbligo per tali soggetti l'introduzione nei rispettivi statuti di "*quote di genere*" per la nomina dei componenti degli organi sociali sia di amministrazione che di controllo<sup>227</sup>.

Si ricorda che, ai sensi del Principio guida II del Codice, i commenti hanno "una duplice finalità: i) chiarire, anche attraverso alcuni esempi, la portata dei principi e dei criteri applicativi cui si riferiscono; ii) descrivere ulteriori condotte virtuose, meramente auspiccate, quali possibili modalità per perseguire gli obiettivi indicati nei principi e criteri applicativi".

224 Si tratta del Comitato che ha redatto il Codice di Autodisciplina, 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).

225 Così sempre il *Commento* all'articolo 2 del Codice.

226 Legge 12 luglio 2011, n. 120 recante "Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernenti la parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate in mercati regolamentati" pubblicata in Gazzetta Ufficiale n. 174 del 28 luglio 2011. Legge che ha introdotto i nuovi comma 1-ter all'articolo 147-ter, comma 1-bis all'articolo 147-quater e 1-bis all'articolo 148 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

227 Il nuovo comma 1-bis dell'articolo 147-ter del Testo unico della finanza introdotto dalla legge n. 120 del 2012 prevede che:

L'articolo 2 della Legge n. 120 del 2011, prevede un'applicazione graduale delle disposizioni in essa contenute; tali disposizioni, infatti *"si applicano a decorrere dal primo rinnovo degli organi di amministrazione e degli organi di controllo delle società quotate in mercati regolamentati successivo ad un anno dalla data di entrata in vigore della presente legge, riservando al genere meno rappresentato, per il primo mandato in applicazione della legge, una quota pari almeno a un quinto degli amministratori e dei sindaci eletti"*<sup>228</sup>.

La Legge prevede anche che gli organi sociali dovranno essere composti dal genere in esso meno rappresentato per un quinto nel primo mandato e per un terzo nei due successivi mandati. Caratteristica peculiare della disciplina introdotta dalla Legge n. 120 è quello della 'temporaneità': l'art. 147-ter, comma 1-ter, del TUF prevede infatti che *"tale criterio di riparto si applica per tre mandati consecutivi"*. Tale caratteristica evidenzia l'intento del Legislatore di rendere il meccanismo come una sorta di 'propulsore' di un cambiamento del sistema di *governance*, che, negli auspici del Legislatore, dovrebbe andare a regime dopo tre anni dalla sua introduzione coattiva.

Il Legislatore, infine, ha conferito alla Consob una delega regolamentare in materia di *"violazione, applicazione e rispetto delle disposizioni in materia di quote di genere, anche con riferimento alla fase istruttoria e alle procedure da adottare"*, conferendo alla stessa anche una potestà sanzionatoria.

La Consob, esercitando la delega contenuta nella citata Legge n. 120 del 2011, con delibera n. 18098 dell'8 febbraio 2012, ha modificato il Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 (c.d. Regolamento Emittenti) introducendo un nuovo articolo 144-undecies rubricato *"Equilibrio tra generi"* (il cui testo integrale viene riportato in nota)<sup>229</sup> che ha imposto agli statuti delle società quotate di prevedere:

*"1-ter. Lo statuto prevede, inoltre, che il riparto degli amministratori da eleggere sia effettuato in base a un criterio che assicuri l'equilibrio tra i generi. Il genere meno rappresentato deve ottenere almeno un terzo degli amministratori eletti. Tale criterio di riparto si applica per tre mandati consecutivi. Qualora la composizione del consiglio di amministrazione risultante dall'elezione non rispetti il criterio di riparto previsto dal presente comma, la Consob diffida la società interessata affinché si adegui a tale criterio entro il termine massimo di quattro mesi dalla diffida. In caso di inottemperanza alla diffida, la Consob applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 100.000 a euro 1.000.000, secondo criteri e modalità stabiliti con proprio regolamento e fissa un nuovo termine di tre mesi ad adempiere. In caso di ulteriore inottemperanza rispetto a tale nuova diffida, i componenti eletti decadono dalla carica. (...)".*

228 Essendo la Legge entrata in vigore il 12 agosto 2011, le disposizioni della Legge troveranno applicazione a decorrere dal primo rinnovo degli organi di amministrazione e degli organi di controllo delle società quotate successivo al 12 agosto 2012. Il criterio di riparto funzionale all'equilibrio tra i generi si applica per tre mandati consecutivi. Si precisa che la proposta di Direttiva COM(2012)614 (reperibile al seguente indirizzo: [http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/womenonboards/directive\\_quotas\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/womenonboards/directive_quotas_en.pdf)) in vista di un miglioramento dell'equilibrio di genere contempla un obiettivo minimo del 40% nella presenza di persone appartenenti al genere sotto-rappresentato tra i membri senza incarichi esecutivi dei *boards* delle società europee quotate, da raggiungere entro il 1° gennaio 2020 (2018 per le società quotate che sono imprese pubbliche); la stessa prevede un obbligo per le società quotate di fissarsi obiettivi di autoregolamentazione da conseguire sempre entro la data individuata con riferimento alla componente esecutiva del *board*. Al riguardo si precisa che siffatta proposta, una volta recepita, potrebbe produrre effetti fino al 2028, anche se l'art. 9 dispone che, successivamente al termine massimo individuato per il raggiungimento dell'obiettivo del 40% dei posti da amministratore non esecutivo (1° gennaio 2020 per le società quotate e 1° gennaio 2018 per le società quotate che sono imprese pubbliche), la Commissione europea riesami l'applicazione della Direttiva e valuti se sia necessario prorogarne la durata oltre il 31 dicembre 2028.

229 Art. 144-undecies (Equilibrio tra generi). – "1. *L società con azioni quotate prevedono che la nomina degli organi di amministrazione e controllo sia effettuata in base al criterio che garantisce l'equilibrio tra generi previsto dagli articoli 147-ter, comma 1-ter, 148, comma 1-bis, del Testo unico, e che tale criterio sia applicato per tre mandati consecutivi.*

- modalità di coordinamento tra il sistema di voto di lista (previsto dagli artt. 147-ter del TUF per l'organo di amministrazione e dall'art. 148 del TUF per l'organo di controllo) con il rispetto delle quote di genere;
- modalità di formazione delle liste nonché criteri suppletivi di individuazione dei singoli componenti degli organi che consentano il rispetto dell'equilibrio tra generi ad esito delle votazioni assembleari;
- meccanismi con cui assicurare il rispetto delle quote di genere in caso di sostituzione in corso di svolgimento del mandato.

### *Comunicazione della politica in materia di gestione dei rischi non finanziari*

In Italia il tema dei rischi non finanziari è trattato sotto due diversi aspetti: uno di trasparenza e l'altro di gestione.

Sotto il primo punto di vista l'art. 2428 del codice civile (come modificato dall'art. 1.1, lett. b, del D.Lgs. 2 febbraio 2007, n. 32) impone alla società di comunicare ai propri soci tanto i rischi finanziari, quanto quelli non finanziari cui è esposta la società. La relazione degli amministratori sulla gestione (allegato obbligatorio per tutte le società per azioni, quotate e non quotate) deve infatti fornire una analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società comprensiva anche di una descrizione "*dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta*" (art. 2428, comma 1, c.c.): rischi relativi alla concorrenza sui prezzi, di cambiamento della domanda dei prodotti fabbricati, di danno ambientale, di personale, di credito e di mercato in generale.

La *ratio* di questa norma è quella di fornire a chi legge il bilancio un complesso di informazioni che gli consentono di valutare non solo l'andamento della società nell'esercizio già chiuso, ma anche le prospettive di evoluzione futura, proprio in virtù della conoscenza dei rischi e delle incertezze che possono incidere sulla società nel futuro e, conseguentemente, nella formazione del risultato degli esercizi futuri.

*2. Gli statuti delle società quotate disciplinano:*

*a) le modalità di formazione delle liste nonché criteri suppletivi di individuazione dei singoli componenti degli organi che consentano il rispetto dell'equilibrio tra generi ad esito delle votazioni. Gli statuti non possono prevedere il rispetto del criterio di riparto tra generi per le liste che presentino un numero di candidati inferiore a tre;*

*b) le modalità di sostituzione dei componenti degli organi venuti a cessare in corso di mandato, tenendo conto del criterio di riparto tra generi;*

*c) le modalità affinché l'esercizio dei diritti di nomina, ove previsti, non contrasti con quanto previsto dagli articoli 147-ter, comma 1-ter, e 148, comma 1-bis, del Testo unico.*

*3. Qualora dall'applicazione del criterio di riparto tra generi non risulti un numero intero di componenti degli organi di amministrazione o controllo appartenenti al genere meno rappresentato, tale numero è arrotondato per eccesso all'unità superiore.*

*4. In caso di inottemperanza alla diffida prevista dagli articoli 147-ter, comma 1-ter, e 148, comma 1-bis, del Testo unico, la Consob fissa un nuovo termine di tre mesi ad adempiere e applica le sanzioni, previa contestazione degli addebiti, ai sensi dell'articolo 195 del Testo unico e tenuto conto dell'articolo 11 della legge 24 novembre 1981, n. 689 e successive modifiche".*

Per quanto riguarda invece il secondo dei profili accennati, quello la *gestione* dei rischi aziendali non finanziari, il Codice di Autodisciplina del 2011, all'articolo 7, contiene specifiche previsioni volte ad assicurarne la corretta gestione da parte del consiglio di amministrazione.

In virtù di quanto previsto dal Principio 7.P.1 del Codice, ogni società quotata si deve dotare "*di un sistema di controllo interno e di gestione dei rischi 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*".

Tale sistema contribuisce a:

- una conduzione dell'impresa coerente con gli obiettivi aziendali definiti dal consiglio di amministrazione, favorendo l'assunzione di decisioni consapevoli;
- assicurare la salvaguardia 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<sup>230</sup>.

Secondo il Principio 7.P.3 del Codice inoltre: "*il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi coinvolge, ciascuno per le proprie competenze:*

*a) il consiglio di amministrazione, che svolge un ruolo di indirizzo e di valutazione dell'adeguatezza del sistema e individua al suo interno:*

*(i) uno o più amministratori, incaricati dell'istituzione e del mantenimento di un efficace sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (...), nonché*

*(ii) un comitato controllo e rischi (...), con il compito di supportare, con un'adeguata attività istruttoria, le valutazioni e le decisioni del consiglio di amministrazione relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché quelle relative all'approvazione delle relazioni finanziarie periodiche;*

*b) il responsabile della funzione di internal audit, incaricato di verificare che il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi sia funzionante e adeguato;*

*c) gli altri ruoli e funzioni aziendali con specifici compiti in tema di controllo interno e gestione dei rischi, articolati in relazione a dimensioni, complessità e profilo di rischio dell'impresa;*

*d) il collegio sindacale, anche in quanto comitato per il controllo interno e la revisione contabile, che vigila sull'efficacia del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi"*<sup>231</sup>.

### *Identificazione degli azionisti*

Anche in materia di meccanismi di identificazione dei soci la normativa italiana risulta all'avanguardia nel contesto europeo.

<sup>230</sup> In questi termini si esprime il Principio 7.P.2 del Codice.

<sup>231</sup> Norme specifiche in materia di composizione del consiglio e di gestione dei rischi sono previste per SIM e SGR nel Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob del 29 ottobre 2007 in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio.

Per quanto riguarda gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, l'art. 120 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ha imposto a coloro che partecipano in un'emittente azionaria quotata in Italia come Stato membro di origine in misura superiore al due per cento del capitale, di darne comunicazione alla società partecipata e alla Consob. La Consob, delegata all'attuazione del medesimo articolo, ha introdotto nel proprio Regolamento Emittenti (Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999), agli artt. 117 e seguenti, un'articolata disciplina di dettaglio in materia.

Inoltre, in attuazione della Direttiva 2007/36/CE ed allo scopo di facilitare il coordinamento tra i soci della società per l'esercizio dei diritti che richiedono una partecipazione qualificata, l'Italia nel 2010<sup>232</sup> si è anche dotata di una disciplina particolarmente dettagliata contenuta nell'art. 83-*duodecies* del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF"). Tale norma, ove previsto dai rispettivi statuti, ha attribuito alle società quotate nei mercati regolamentati (italiani ed europei) o nei sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* – MTFs) di richiedere, in qualsiasi momento e con oneri a proprio carico, agli intermediari tramite una società di gestione accentrata (*Central Securities Depository* – CSD) i dati identificativi dei propri azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione degli stessi dati.

Nel caso in cui la società abbia statutariamente introdotto tale sistema, esso deve necessariamente essere reso accessibile anche ai soci per il tramite della società stessa. La richiesta di identificazione deve essere presentata da tanti soci che rappresentino almeno la metà della quota minima di partecipazione stabilita dalla Consob ai sensi dell'articolo 147-*ter*, comma 1 del TUF, per la presentazione delle liste di candidati per l'elezione del consiglio di amministrazione<sup>233</sup>. La notizia dell'avvenuta presentazione di una richiesta di identificazione da parte di uno o più soci, unitamente all'identità e all'entità della partecipazione dei medesimi, deve essere comunicata al pubblico<sup>234</sup>.

232 È stato il D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 ad attuare in Italia la Direttiva 2007/36/CE. A tale decreto hanno fatto seguito altri interventi normativi: la Delibera Consob 14 dicembre 2010, n. 17592 (che ha modificato il citato regolamento Emittenti); l'Atto banca d'Italia/Consob 24 dicembre 2010 che ha modificato il Provvedimento congiunto Banca d'Italia/Consob recante la "*Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione*"; la Delibera Consob 31 marzo 2001, n. 11730 (che ha nuovamente modificato il regolamento Emittenti in materia di sollecitazione di deleghe di voto); il D.Lgs. 18 giugno 2012, n. 91 recante modifiche e integrazioni al D.Lgs. n. 27/2010 (c.d. decreto correttivo).

233 La Consob ha dato attuazione al menzionato articolo 147-*ter* del TUF introducendo l'articolo 144-*quater* al Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 (Regolamento Emittenti) in base al quale:

"1. Salva la minore percentuale prevista nello statuto, la quota di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste di candidati per l'elezione del consiglio di amministrazione ai sensi dell'articolo 147-*ter* del Testo unico:

a) è pari allo 0,5% del capitale sociale per le società la cui capitalizzazione di mercato è maggiore di euro quindici miliardi;

b) è pari all'1% del capitale sociale per le società la cui capitalizzazione di mercato è maggiore di euro un miliardo e inferiore o uguale a euro quindici miliardi;

c) è pari al 2,5% del capitale sociale per le società la cui capitalizzazione di mercato è inferiore o uguale a euro un miliardo.

2. Salva la minore percentuale prevista nello statuto, la quota di partecipazione è pari al 4,5% del capitale sociale per le società la cui capitalizzazione di mercato è inferiore o uguale a euro trecentosettantacinque milioni ove, alla data di chiusura dell'esercizio, ricorrono congiuntamente le seguenti condizioni (...)."

234 Il D.Lgs. n. 91/2012 (c.d. "Correttivo") ha introdotto nell'art. 81, co. 1, lettera o-*bis* del TUF, un analogo meccanismo di

## 8.2 L'impatto sull'ordinamento italiano delle iniziative di *soft law* del Piano d'Azione

L'attuazione di talune linee di azione presentate nella Comunicazione nel Piano d'Azione del dicembre del 2012 non richiedono il ricorso a norme europee vincolanti, quanto piuttosto a raccomandazioni o a orientamenti.

### *Il miglioramento della qualità dell'informativa sul governo societario*

Sul tema della qualità dell'informativa resa al mercato dalle società quotate sul proprio governo societario l'ordinamento italiano si pone all'avanguardia nell'attuale contesto europeo per le seguenti ragioni.

In primo luogo l'Italia, dando attuazione alla Direttiva 2006/46/CE<sup>235</sup> che ha richiesto agli Stati membri di introdurre il principio del c.d. *comply or explain* ("rispetta o spiega") senza peraltro indicare con quale fonte normativa, ha scelto di prevedere tale principio per legge.

Oggi, infatti, in Italia, ai sensi del combinato disposto dell'art. 123-*bis* co. 2, lett a) del TUF, dell'art. 89-*bis* del Regolamento Emittenti della Consob<sup>236</sup> e del terzo Principio guida del Codice di autodisciplina<sup>237</sup>, le società quotate italiane sono tenute a rendere pubblica la scelta effettuata circa l'adesione o meno a codici di comportamento in materia di governo societario nonché, 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 practices (explain)*<sup>238</sup>.

In secondo luogo, il D.Lgs. 173/2008, attuativo della Direttiva 2006/46/CE, modificando l'art. 192-*bis* TUF, 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.

In terzo luogo l'art. 123-*bis* co. 4 del TUF (introdotto dal citato D.Lgs. 173/2008), recependo in Italia la disposizione della Direttiva 2006/46/CE che ha assegnato alla società di revisione il compito di verificare che sia stata concretamen-

identificazione dei titolari di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, la cui attuazione è stata rimessa alla potestà regolamentare della Consob, d'intesa con la Banca d'Italia.

235 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".

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

237 Il Principio guida III 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 raccomandazioni, fornisce adeguate informazioni in merito ai motivi della mancata o parziale applicazione".

238 Sul punto si rinvia all'analisi condotta da S. Alvaro, P. Ciccaglioni e G. Siciliano, *L'autodisciplina in materia di corporate governance - Un'analisi dell'esperienza italiana*, Quaderni Giuridici della Consob, n. 2, 2013, p. 10 e ss.



te elaborata la dichiarazione sul governo societario<sup>239</sup>, ha stabilito che "la società di revisione (...) verifica che sia stata elaborata una relazione sul governo societario".

I meccanismi di *enforcement* introdotti in Italia col D.Lgs. 173/2008 riguardano esclusivamente la verifica del fatto materiale dell'avvenuta redazione della relazione da parte della società quotata, senza viceversa che il controllo si possa spingere a sindacare la qualità delle informazioni in essa contenute; indagine, questa, rimessa essenzialmente all'iniziativa privata e, in ultima analisi, alla sanzione del mercato. Ciononostante è possibile sostenere che nei casi (eccezionali) in cui l'informativa di una società si dovesse presentare a tal punto lacunosa, approssimativa o sintetica da non permettere al mercato di compiere alcuna valutazione significativa del sistema di *governance* concretamente implementato, tale comportamento potrebbe in qualche modo venire assimilato ad una condotta omissiva, sanzionabile, nel nostro ordinamento, ai sensi dell'art. 192-*bis* del TUF<sup>240</sup>.

Si segnala inoltre che in Italia, come peraltro anche all'estero, oltre alla codificazione in norme di rango primario dell'obbligo del *comply or explain*, la qualità dell'informativa al mercato è stata in qualche modo agevolata da iniziative intraprese nel settore privato volte a definire *format* standardizzati e predefiniti per la compilazione delle relazioni sulla *corporate governance*<sup>241</sup>.

#### *Chiarimento della relazione tra la cooperazione tra gli investitori su questioni relative al governo societario e il concetto di "azione concertata"*

Il concetto di "azione di concerto" assume rilevanza nella disciplina europea sia sotto il profilo della trasparenza delle partecipazioni rilevanti (Direttiva *Transparency* n. 2004/109/CE, art. 10, comma 1, lett. a), sia sotto il profilo delle offerte pubbliche di acquisto (Direttiva OPA n. 2004/25/CE, art. 2, par. 1, lett. d e art. 5, par. 1).

Nei due settori, però, la definizione di 'azione di concerto' non è la stessa<sup>242</sup>.

239 Cfr. art. 1, par. 7, co. 2, Dir. 2006/46/CE.

240 In questi termini sempre S. Alvaro, P. Ciccaglioni e G. Siciliano, *L'autodisciplina in materia di corporate governance – Un'analisi dell'esperienza italiana*, op.loc.ult.cit.

241 Borsa Italiana S.p.a., sin dal 2003, si è fatta promotrice della individuazione di *standards* per la redazione delle relazioni sul governo societario da parte delle società quotate. Nel 2007, poi, 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, la stessa Borsa Italiana S.p.a. ha elaborato un vero e proprio "Format" per aiutare le società quotate a redigere le proprie Relazioni sulla *corporate governance*. Format che rappresentano 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. Tale *Format* è stato aggiornato: una prima volta nel 2010 e una seconda volta nel febbraio del 2012. Dal gennaio 2013 è disponibile la IV edizione del *Format*.

242 Il problema è stato ampiamente esaminato dall'*European Securities Market Expert Group* (ESME) nello studio *Preliminary views on the definition of 'acting in concert' between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive*, del 17 novembre 2008.

Secondo la Direttiva *Transparency* (art. 10, comma 1, lett. a) gli Stati membri devono imporre di comunicare l'acquisto di una partecipazione rilevante in una società quotata (nella soglia non superiore al 5% o quella minore stabilita nei singoli ordinamenti) anche a coloro che, pur non possedendo le azioni, abbiano il diritto di acquisire, cedere o esercitare i diritti di voto relativo ad azioni di terzi con i quali il dichiarante abbia concluso un accordo che li "*obbliga ad adottare, con un esercizio concertato dei diritti di voto detenuti, una politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente in questione*".

Viceversa secondo la Direttiva OPA (articolo 2, paragrafo 1, lett. d) per "*persone che agiscono di concerto*" si devono intendere le "*persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o la società emittente sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e volto ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*".

In considerazione del fatto che entrambe le Direttive contengono in materia norme di armonizzazione minima, gli Stati membri sono stati liberi di adottare definizioni diverse tra loro. Così, mentre gli Stati che hanno adottato definizioni più ampie hanno creato incertezze interpretative e accresciuto "*i costi di iniziativa e di coordinamento per gli investitori professionali che operano cross border*", viceversa, gli Stati che hanno adottato definizioni più restrittive hanno determinato un sostanziale "*disincentivo al coordinamento efficace tra azionisti, per via dei costi imposti dagli oneri di trasparenza e al rischio di 'innescare' l'obbligo di offerta*"<sup>243</sup>.

Indipendentemente da come l'Italia<sup>244</sup> e gli altri paesi europei abbiano concretamente declinato nei rispettivi ordinamenti la nozione di 'azione concertata',

243 In questi termini si è espresso il Centro di Ricerche Europee sul Diritto e la Storia dell'Impresa "Ariberto Mignoli" dell'Università Bocconi nella propria risposta al documento di consultazione relativo al Libro verde del 2011 sul quadro europeo in materia di governo societario, p. 21.

244 Si ricorda che in tema di identificazione dei casi di cooperazione tra azionisti (e tra azionisti ed altri soggetti) che non integrano la fattispecie del concerto, l'Italia si è dotata da tempo di una disciplina regolamentare, attuativa del D.Lgs. n. 146/2009 e contenuta nell'art. 44-*quater* ("*Persone che agiscono di concerto*") del Regolamento Emittenti della Consob (adottato con delibera n. 11971 del 14.5.1999 e, appunto, modificato dalla Delibera n. 17731 del 5.4.2011 in vigore dal 2.5.2011) in base alla quale:

"1. Si considerano persone che agiscono di concerto, salvo che provino che non ricorrono le condizioni previste dall'articolo 101-bis, comma 4, del Testo unico:

a) un soggetto e il coniuge, il convivente, gli affini e i parenti in linea retta e in linea collaterale entro il secondo grado nonché i figli del coniuge e del convivente;

b) un soggetto e i suoi consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente, ove tali consulenti o società appartenenti al loro gruppo, dopo il conferimento dell'incarico o nel mese precedente, abbiano effettuato acquisti di titoli dell'emittente al di fuori dell'attività di negoziazione per conto proprio effettuata secondo l'ordinaria operatività e a condizioni di mercato.

2. I seguenti casi di cooperazione tra più soggetti non configurano di per sé un'azione di concerto ai sensi dell'articolo 101-bis, comma 4, del Testo unico:

a) il coordinamento tra azionisti al fine di esercitare le azioni e i diritti loro attribuiti dagli articoli 2367, 2377, 2388, 2393-bis, 2395, 2396, 2408, 2409 e 2497 del codice civile ovvero dagli articoli 126-bis, 127-ter e 157 del Testo unico;

b) gli accordi per la presentazione di liste per l'elezione degli organi sociali ai sensi degli articoli 147-ter e 148 del Testo unico, sempreché tali liste candidino un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente preordinate all'elezione di rappresentanti della minoranza;

c) la cooperazione tra azionisti per contrastare l'approvazione di una delibera di assemblea straordinaria o di una delibera di assemblea ordinaria avente ad oggetto:

l'*Action Plan* dovrà chiarire meglio la stessa nonché, come già detto, lavorare strettamente con le autorità nazionali competenti e con l'ESMA per "*elaborare orientamenti*" volti a chiarire i casi in cui la cooperazione degli investitori su questioni di governo societario non debba ritenersi un'azione concertata<sup>245</sup>.

### *Partecipazione azionaria dei dipendenti*

Come già accennato in precedenza la partecipazione dei dipendenti all'attività di impresa può realizzarsi secondo diverse modalità: a) rendendoli destinatari di una particolare informazione, rendendo obbligatoria una loro consultazione o facendoli sedere all'interno dell'organo di amministrazione; b) agevolandone l'assunzione di partecipazioni azionarie nel capitale sociale.

Da diversi anni l'Europa si è impegnata nel tentativo di agevolare il coinvolgimento dei dipendenti all'attività di impresa con una serie di atti:

- a) per migliorare il diritto all'informazione e alla consultazione dei lavoratori nelle imprese e nei gruppi di imprese di dimensioni comunitarie; con le Direttive 94/45/CE<sup>246</sup>, 2001/86/CE<sup>247</sup> e 2009/38/CE<sup>248</sup>;
- b) per elaborare un quadro giuridico di riferimento volto a facilitare la partecipazione finanziaria dei lavoratori all'impresa europea (partecipazione agli utili, azionariato o risparmio salariale): con il *Report "Promotion of Employee Participation in Profits and Enterprise Results"* del 1991 (c.d. *Pepper Report*)<sup>249</sup> e la successiva la Raccomandazione del Consiglio europeo del 27 luglio 1992 "*concernente la promozione della partecipazione dei lavoratori subordinati ai profitti e*

1) *i compensi dei componenti degli organi sociali, le politiche di remunerazione o i piani di compensi basati su strumenti finanziari;*

2) *operazioni con parti correlate;*

3) *autorizzazioni ai sensi dell'articolo 2390 del codice civile o dell'articolo 104 del Testo unico;*

d) *la cooperazione tra azionisti per:*

1) *favorire l'approvazione di una delibera assembleare avente ad oggetto la responsabilità dei componenti degli organi sociali o di una proposta all'ordine del giorno ai sensi dell'articolo 2367 del codice civile o dell'articolo 126-bis del Testo unico;*

2) *far confluire voti su una lista che candidi un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere o sia programmaticamente preordinata all'elezione di rappresentanti della minoranza, anche tramite la sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista."*

245 Con riguardo all'intenzione espressa dalla Commissione europea nel Piano d'Azione di collaborare strettamente con le Autorità nazionali competenti e l'Esma allo scopo di "*elaborare orientamenti per accrescere la certezza del diritto sulla relazione tra la cooperazione tra gli investitori su questioni di governo societario e le norme in materia di azione concertata*", si segnala che la questione è oggetto di esame da parte di un comitato costituito in sede Esma.

246 Direttiva 94/45/CE del Consiglio, del 22 settembre 1994, riguardante l'istituzione di un comitato aziendale europeo o di una procedura per l'informazione e la consultazione dei lavoratori nelle imprese e nei gruppi di imprese di dimensioni comunitarie, attuata in Italia con il D.Lgs. 2 aprile 2002, n. 74.

247 Direttiva 2001/86/CE del Consiglio dell'8 ottobre 2001 che completa lo statuto della società europea per quanto riguarda il coinvolgimento dei lavoratori.

248 Direttiva 2009/38/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 maggio 2009 riguardante l'istituzione di un comitato aziendale europeo o di una procedura per l'informazione e la consultazione dei lavoratori nelle imprese e nei gruppi di imprese di dimensioni comunitarie.

249 Cui sono seguiti il *Pepper Report II* del 1997, III del 2006 e IV del 2009.

*ai risultati dell'impresa (compresa la partecipazione al capitale)", con la Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale delle regioni "Quadro per la promozione della partecipazione finanziaria dei lavoratori dipendenti" del 5 luglio 2002, con il Parere del Comitato Economico e Sociale Europeo sul tema della Partecipazione finanziaria dei lavoratori in Europa del 21 ottobre 2010.*

L'Italia, per ciò che attiene al profilo del diritto all'informazione e alla consultazione dei lavoratori nelle imprese, ha già dato attuazione alla Direttiva 2009/38/CE con il D.Lgs. 22 giugno 2012, n. 113 recante l'"Attuazione della direttiva 2009/38/CE riguardante l'istituzione di un comitato aziendale europeo o di una procedura per l'informazione e la consultazione dei lavoratori nelle imprese e nei gruppi di imprese di dimensioni comunitarie"<sup>250</sup>.

Con riferimento invece alla partecipazione finanziaria dei dipendenti si ricorda che:

- a) l'articolo 2349 del codice civile, rubricato "azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro", prevede già che ai prestatori di lavoro (dipendenti della società o di società controllate), se lo statuto lo prevede, l'assemblea straordinaria possa assegnare: utili mediante l'emissione, per un ammontare corrispondente agli utili stessi, di speciali categorie di azioni o strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti;
- b) l'articolo 2441, comma 8, prevede che "con deliberazione dell'assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie può essere escluso il diritto di opzione limitatamente ad un quarto delle azioni di nuova emissione, se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o di società che la controllano o che sono da essa controllate";
- c) l'art. 2099, comma 3, prevede che "il prestatore di lavoro può anche essere retribuito in tutto o in parte con partecipazione agli utili o ai prodotti (...)";
- d) l'articolo 2358 che consente alle società per azioni di accordare prestiti o forme di garanzia per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni al fine di favorire l'acquisto di azioni da parte dei dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate.

<sup>250</sup> L'articolo 1, comma 2, del decreto n. 113 del 2012 recita: "È istituito un Comitato aziendale europeo (di seguito denominato: Cae) o una procedura per l'informazione e la consultazione dei lavoratori in ogni impresa o in ciascun gruppo di imprese di dimensioni comunitarie in cui ciò sia richiesto secondo la procedura prevista dagli articoli 5 e seguenti, al fine di informare e consultare i lavoratori nei termini, con le modalità e con gli effetti previsti dal presente decreto. Le modalità di informazione e consultazione sono definite e attuate in modo da garantirne l'efficacia e consentire un processo decisionale efficace nell'impresa o nel gruppo di imprese". A sua volta, l'art. 2, comma 1, definisce come impresa di dimensioni comunitarie "l'impresa che impiega almeno 1.000 lavoratori negli Stati membri e almeno 150 lavoratori per Stato membro in almeno due Stati membri".

## 9 Conclusioni

Negli ultimi dieci anni la Commissione europea ha delineato un quadro generale di azione comunitaria per migliorare il diritto societario e le pratiche di *corporate governance* all'interno dell'Unione europea nella prospettiva di rafforzare l'economia reale, promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese europee a livello mondiale, nonché di rafforzare i diritti degli azionisti e la protezione dei terzi.

Tale processo di revisione, avviato con il Piano d'Azione per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2003, ha subito un'accelerazione negli ultimi anni a seguito dello svilupparsi della crisi economica e finanziaria globale e dell'ampia riflessione svolta sulle cause e sui fattori che hanno contribuito al suo verificarsi.

Nel 2010 la Commissione europea ha pubblicato il Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione con cui ha avviato una consultazione circoscritta alle banche e alle assicurazioni e, nel 2011, un secondo Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario avente ad oggetto una consultazione volta all'individuazione delle modalità per perfezionare e innovare il sistema di governo societario delle società quotate in Europa. Successivamente, nel 2012, è stata intrapresa un'ulteriore consultazione sul futuro del diritto societario europeo.

Gli esiti delle menzionate pubbliche consultazioni del 2010, del 2011 e del 2012 hanno quindi portato la Commissione a pubblicare, in data 12 dicembre 2012, il nuovo "*Piano d'Azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*", mediante il quale la Commissione europea ha voluto esporre le future linee di azione da perseguire sia nel settore della *corporate governance* delle società quotate sia in quello del diritto societario.

Il presente lavoro, dopo avere compiuto un'analisi delle singole questioni trattate nella consultazione seguita al Libro verde del 2011 ed illustrato le specifiche misure in materia di *corporate governance* annunciate nell'*Action Plan* del 2012, ha valutato l'impatto che potranno avere le scelte compiute dalla Commissione europea con tale ultimo documento sul vigente quadro normativo e regolamentare italiano, al fine di esaminare le ricadute delle indicazioni fornite dalla Commissione europea in Italia.

Nonostante il Piano d'Azione non indichi nel dettaglio gli strumenti normativi che intenderà adottare, l'ordinamento italiano è dotato di norme di rango primario e secondario, nonché di regole di autodisciplina che, verosimilmente, in diverse materie indicate nello stesso Piano d'Azione, lo porranno in una situazione di allineamento rispetto alle indicazioni fornite dalla Commissione europea.

Si tratta, in particolare, delle seguenti materie: 1) la trasparenza delle società quotate sulle politiche retributive adottate, sulle remunerazioni concretamente riconosciute agli amministratori e sull'attribuzione agli azionisti del diritto di voto

(obbligatorio ma non vincolante) sulla politica retributiva societaria; 2) il controllo degli azionisti sulle operazioni con parti correlate; 3) la comunicazione da parte delle società quotate della politica in materia di diversità nella composizione del *board*; 4) la comunicazione della politica in materia di gestione dei rischi non finanziari; 5) l'identificazione degli azionisti; 6) la partecipazione azionaria dei dipendenti.

Viceversa nelle seguenti materie - rispetto alle quali la Commissione europea ha ipotizzato una modifica della Direttiva *Shareholders' right* - non si rinviene in Italia alcuna regolamentazione specifica, né di matrice pubblicistica né di matrice privatistica (ossia di autoregolamentazione): a) trasparenza delle politiche di voto adottate dagli investitori istituzionali nonché delle modalità del loro concreto esercizio; b) trasparenza e conflitto di interessi dei *proxy advisors*.

Non esistono allo stesso modo in Italia, come invece suggerito dalla Commissione nell'*Action Plan*, linee guida per garantire la qualità dell'informativa sul governo societario nella predisposizione della relazione sulla *corporate governance*.

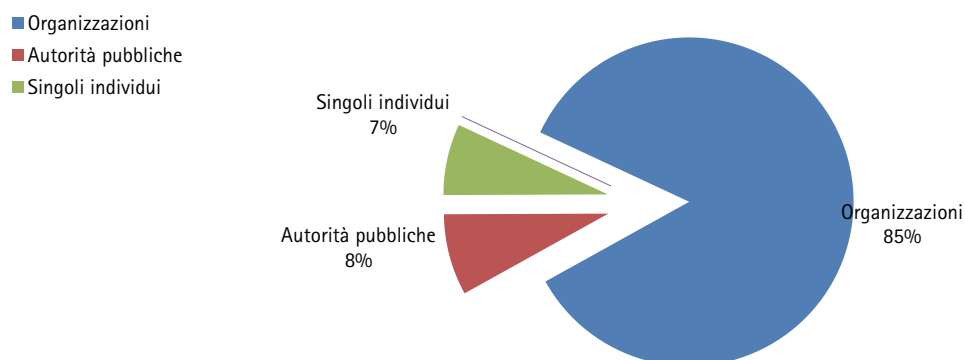
Da ultimo si segnala che nella materia indicata dalla Commissione europea come la "*relazione tra la cooperazione tra gli investitori su questioni relative al governo societario e il concetto di 'azione concertata'*", molto probabilmente le scelte che saranno compiute a livello comunitario in tema di nozione di 'azione concertata' comporteranno la necessità di rivedere le norme italiane sia di rango primario che secondario.

Per una sintetica e migliore comprensione della tipologia dei contributi forniti alla consultazione del Libro Verde *"The EU corporate governance framework"* del 2011, si riportano di seguito alcune tabelle e grafici tratti dal citato *"Feedback Statement"* della Commissione, contenenti una rappresentazione generale della quantità delle risposte rispettivamente ricevute da organizzazioni, autorità pubbliche e singoli interessati.

**Tabella 1**

Organizzazioni	346	85%
Autorità pubbliche	33	8%
Singoli individui	30	7%
<i>Totale dei contributi</i>	<i>409</i>	<i>100%</i>

**Figura 1**



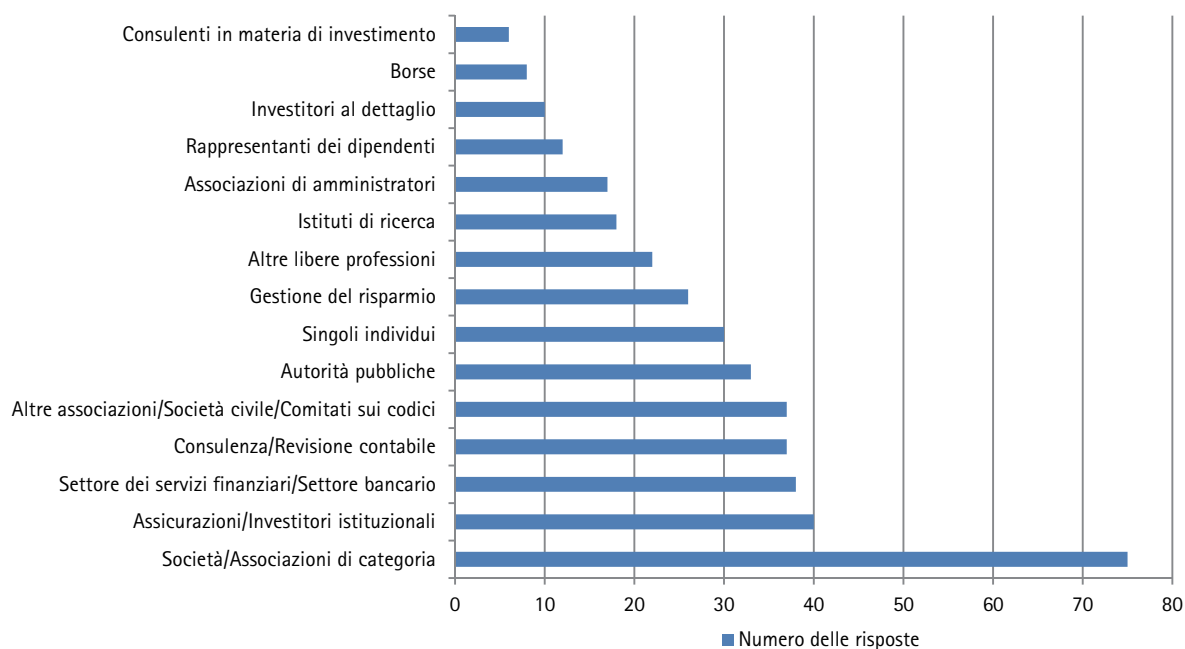
Le successive Tabella 2 e Grafico 2 contengono una più dettagliata rappresentazione dei contributi alla consultazione suddivisi per categoria (in termini di risposte alla consultazione e in percentuale).

**Tabella 2**

Società <sup>1</sup> /Associazioni di categoria	75	18%
Assicurazioni/Investitori istituzionali	40	10%
Settore dei servizi finanziari/Settore bancario	38	9%
Consulenza/Revisione contabile	37	9%
Altre associazioni/Società civile/Comitati sui codici	37	9%
Autorità pubbliche	33	8%
Singoli individui	30	7%
Gestione del risparmio	26	7%
Altre libere professioni	22	6%
Istituti di ricerca	18	5%
Associazioni di amministratori	17	4%
Rappresentanti dei dipendenti	12	3%
Investitori al dettaglio	10	2%
Borse	8	2%
Consulenti in materia di investimento	6	1%
<i>Totale</i>	<b>409</b>	<b>100%</b>

<sup>1</sup> Si tratta di società diverse dalle banche e dalle compagnie di assicurazioni.

**Figura 2**





Infine si illustra la lista dei soggetti che hanno partecipato alla consultazione suddivisi per paese di appartenenza.

**Tabella 3**

Paese		Paese		Paese	
Austria	13	Finlandia	15	Portogallo	3
Belgio	12	Francia	44	Romania	2
Bulgaria	2	Ungheria	3	Svezia	30
Cipro	2	Irlanda	9	Slovenia	1
Repubblica Ceca	5	Italia	12	Slovacchia	1
Germania	36	Lituania	3	Regno Unito	91
Danimarca	13	Lussemburgo	4	Sub totale	371
Estonia	1	Lettonia	1		
Grecia	1	Malta	1	Associazioni Internazionali	15
Spagna	9	Paesi Bassi	9	Altri soggetti non europei	23
Associazioni Europee	44	Polonia	4	Totale	409



## Recenti pubblicazioni

- 3** – aprile 2013  
**Quaderni giuridici** Le linee di azione della Commissione europea in materia di *corporate governance* e i riflessi sull'ordinamento italiano  
*S. Alvaro, B. Lupini*
- 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*