



Corporate governance, creazione di valore e crescita.

Roma, 18 marzo 2019

Apertura dei lavori

Prof.ssa Anna Genovese – Presidente Vicario Consob

Signore e Signori,

è con grande piacere che apro i lavori di presentazione dei Rapporti 2018 sulla *corporate governance* curati da Consob, dal Comitato per la Corporate Governance e da Assonime. Agli illustri Relatori e a tutti i partecipanti porgo, a nome della Commissione, un cordiale benvenuto.

La formula di presentazione congiunta dei Rapporti di Consob, del Comitato e di Assonime, utilizzata già in precedenti edizioni e confermata anche quest'anno, permette la realizzazione di un evento ricco di spunti di riflessione diversi. Gli apporti sono tutti di sicuro interesse, sia per i *policy maker*, sia per gli operatori, sia per gli studiosi della materia.

Vorrei ringraziare gli intervenuti per l'ampia partecipazione e gli esperti di *corporate governance* che prenderanno parte al *panel*, con gli autori dei Rapporti che verranno presentati, per il livello dei contributi dati.

Uno speciale ringraziamento rivolgo alla Sottosegretaria al Ministero dell'Economia Laura Castelli, che gentilmente interviene all'apertura dei lavori in luogo del Ministro Giovanni Tria che, per impegni istituzionali, non può essere presente.

I Rapporti presentati restituiscono dati e analisi utili per la comprensione del modo in cui evolve e in concreto si è strutturata – nell'anno passato - la *corporate governance* delle grandi imprese azionarie italiane.

La rilevanza e l'attualità della materia è accresciuta dai lavori parlamentari in corso per il recepimento della Direttiva SHRD 2. La Direttiva punta a migliorare la *corporate governance* degli emittenti, perseguendo anche obiettivi di *enviromental, social and governance* (ESG) per dare ulteriore risposta regolamentare alle crisi economico-finanziarie manifestatesi a partire dal 2008. L'intervento europeo muove dal presupposto che a causare tali crisi abbia contribuito anche il fatto che i soci delle grandi imprese azionarie sostengano l'assunzione da parte dei *manager* delle società di rischi eccessivi a breve termine.

La Direttiva così mette in campo una serie di strumenti per contrastare simili dinamiche. Contiene disposizioni per promuovere il dialogo tra emittente e soci e per agevolare l'esercizio dei diritti dei soci, consentendo agli Stati di assegnare compiti agli intermediari coinvolti nella catena di detenzione delle azioni e di esercizio dei diritti.

La Direttiva definisce anche un quadro armonizzato in materia di remunerazione degli esponenti aziendali, attraverso la redazione e la sottoposizione al voto dei soci della politica di remunerazione (con approvazione o con voto consultivo dei soci) e del *remuneration report* relativo ai compensi corrisposti a ciascun componente degli organi di amministratore e controllo, da sottoporre a un voto consultivo *ex post* dell'assemblea. La Direttiva prevede altresì presidi per le operazioni con parti correlate, nel tentativo di favorire il controllo degli azionisti sulle stesse e di limitare il rischio di fenomeni espropriativi a danno della società, assicurando il rispetto dei precetti anche con sanzioni amministrative debitamente dissuasive.

La Direttiva, che è di armonizzazione minima, lascia ai legislatori nazionali la scelta fra alcune opzioni di recepimento consentite. In questi mesi è in corso il confronto fra fautori delle diverse opzioni da esercitarsi entro il prossimo giugno. Il

dibattito su queste opzioni potrà verosimilmente svolgersi anche nel corso del *panel* odierno, con il contributo degli autorevoli partecipanti e anche prendendo spunto da quanto emerge dai Rapporti.

A questo dibattito anche Consob ha partecipato, segnalando temi e problemi di competenza nel corso di due audizioni parlamentari. Una audizione recentissima sullo schema di decreto legislativo di attuazione della Direttiva; e una precedente, sulla legge delega.

Il contributo ai lavori che vorrei dare in questo breve intervento di apertura riguarda alcuni altri profili di interesse connessi ai Rapporti e al prossimo recepimento della Direttiva in parola nell'ordinamento italiano.

Segnatamente vorrei porre alla cortese attenzione dei partecipanti alcune questioni che, da ultimo, sono diventate cruciali in tutte le sedi in cui si tratta di *corporate governance* e di grandi imprese azionarie. Sono questioni ineludibili. Lo chiedono a ben vedere, e credo a buon diritto, anche i tanti giovani scesi in piazza lo scorso 15 marzo. Anche in questa sede dunque, se non proprio e innanzitutto in questa sede, occorre considerarle visti i ruoli e lo *standing* dei presenti.

Le questioni che introduco attengono al “come” le grandi imprese azionarie creano valore; “per chi” creano valore; e “all’interno di quale modello” di crescita economico/sociale creano valore.

In proposito, l’indicazione più importante della Direttiva SHRD 2 non si ricava dalle disposizioni a cui ho fatto dei cenni prima. L’indicazione fondamentale viene da altre previsioni. In particolare, dalle previsioni che comunque - anche nelle opzioni di recepimento minimo consentite dalla Direttiva - portano all’iscrizione “d’ufficio”, nelle agende dei *Board* delle grandi imprese azionarie, degli investitori

istituzionali, dei gestori e anche dei *proxy advisor* di questioni che attengono alla sostenibilità dell'attività economica svolta.

Da questa indicazione di base emerge - prima di tutto - la chiara consapevolezza del legislatore europea circa il fatto che, se alcuni temi sono cruciali per il Pianeta e per la coesione sociale, questi temi devono entrare anche nelle agende di chi gestisce grandi imprese azionarie. E in effetti già vi sono entrate come materie su cui verte la Dichiarazione Non Finanziaria (DNF) mentre, dopo il recepimento della Direttiva SHRD 2, vi entreranno in relazione a diversi altri adempimenti.

Il rationale di questa indicazione si coglie appieno a partire dalle dimensioni di ciò che le grandi imprese azionarie, per così dire, assorbono da una parte e restituiscono dall'altra. Quando parliamo di grandi imprese azionarie ci stiamo riferendo a organizzazioni che - su scala globale - hanno grandezze, capacità di impatto sulla vita di lavoratori e consumatori, potere in senso lato, spesso comparabili, e in non pochi casi superiori, a quello di uno Stato sovrano. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, nel 2017, mettendo a confronto bilanci pubblici e fatturati delle imprese, tra le prime cento entità economiche a livello mondiale si annoverano ben 65 multinazionali e solo 35 Stati sovrani¹.

Se questi sono i numeri, e se si accetta che le fondamentali questioni da affrontare riguardino “come”, “per chi” e “secondo quale modello” tali imprese creano valore, allora è anche da riconsiderare il paradigma intorno al quale si sono considerati, sin qui, i presidi di *corporate governance*.

Il tema tradizionale - e certamente tuttora non superato - della *corporate governance* è come si eserciti, per il raggiungimento dei risultati attesi, il potere che nella società per azioni è ripartito fra vari soggetti. Il tema nuovo, che si aggiunge a

¹ Dati tratti dal Rapporto 2018 del CNMS-Centro Nuovo Modello di Sviluppo “*La crescita del potere delle multinazionali*”.

questo, è invece come la grande impresa azionaria eserciti il potere che – piaccia o no – questa ha nei confronti dei suoi *stakeholders*.

In questo senso, la questione di sistema che interseca quella relativa alla *corporate governance* e all’impegno a lungo termine degli azionisti promosso dalla Direttiva SHRD 2, è la seguente: cosa **può**, cosa **deve** o – in termini di effetti non voluti – cosa **rischia** di conseguire dalle norme europee sulla sostenibilità economica a livello di funzionalità e di tenuta dei meccanismi di *corporate governance* adottati dalle grandi imprese azionarie dei principali Stati europei?

Per maggiore chiarezza sul significato dell’interrogativo giova richiamare alcuni punti cardine del ragionamento sulla *corporate governance*. La *governance* di una grande società per azioni è l’insieme di regole e presidi che organizzano la gestione del potere nella società, a partire dal presupposto della dissociazione fra proprietà e controllo teorizzata da Berle e Means. Conseguentemente, la “buona” *corporate governance* è la combinazione di prerogative e di limiti di potere che, interagendo fra loro, assicura alla grande impresa azionaria il raggiungimento dei risultati perseguiti. Su queste basi, il rispetto di buone norme di *corporate governance* - siano esse imperative o adottate in via di autodisciplina - non è rilevante per i numerosi *stakeholders* della società. È un fattore che, favorendo il successo della grande impresa azionaria, accresce la fiducia del mercato in essa e in questo modo accresce anche il suo potenziale.

La questione di sistema che si pone è dunque, come ho detto, la seguente: come **può**, **deve** o – a causa di effetti non voluti - **rischia** di cambiare la *corporate governance* delle grandi imprese azionarie degli Stati europei per effetto della legislazione UE orientata a promuovere uno sviluppo economico più sostenibile. A questo interrogativo basilare se ne legano altri. Chi si avvantaggia e chi perde in conseguenza di tali possibili cambiamenti? E ancora: quali vincoli regolatori - situati

a monte delle norme di *corporate governance* armonizzate e posti a livello di diritto societario nazionale non armonizzato - possono incidere su tali cambiamenti e sui loro effetti? Per le grandi imprese azionarie italiane, direi poi che la domanda topica è se tali vincoli di diritto societario producano opportunità oppure svantaggi competitivi.

Una analisi che si facesse carico di rispondere a queste e ad altre simili domande aiuterebbe a raggiungere gli obiettivi dei fattori ESG riferiti alle grandi imprese azionarie. Dalla consapevolezza degli effetti possibili, deriverebbe la capacità di intervenire per correggere le immancabili criticità di efficienza o di giustizia della loro considerazione divenuta doverosa per soggetti che hanno - in verità - scopo di lucro e pressioni dalla concorrenza.

La risposte a domande simili non sono agevoli e per darle occorre una grande mobilitazione di menti e di energie. Confido che l'evento di oggi possa contribuire anche a questa mobilitazione. Consob ha intrapreso mirate analisi su questi argomenti.

Mi avvio quindi a concludere l'intervento segnalando alcuni spunti da cui muovono queste analisi.

Il paradigma di *corporate governance* riferito alla funzione amministrativa gestoria che massimizza in ogni modo legittimo il valore delle partecipazioni degli azionisti - quali che siano le declinazioni (reddituale, patrimoniale, negoziale) di questo valore - è entrato in crisi sotto il peso dei suoi limiti e in qualche caso dei suoi fallimenti. Si richiede in Europa, e non soltanto, un nuovo paradigma di inquadramento della funzione gestoria, più articolato e che tenga insieme ulteriori variabili. Il lungo termine come prospettiva temporale da prediligere, la sostenibilità come chiave di composizione delle tensioni, la responsabilità sociale come formula

per assicurare “lunga vita” all’impresa, diventano gli ulteriori fattori da considerare per la gestione dell’impresa societaria, comunque rivolta al profitto. Per i *manager*, anche se straordinariamente capaci, le complessità dunque crescono in modo esponenziale.

Tutto questo, del resto, non succede per caso. Negli ultimi anni, sia presso gli investitori sia presso gli operatori del settore finanziario, si è fatta strada la consapevolezza che una finanza altamente speculativa, orientata agli obiettivi di breve periodo, può produrre effetti indesiderati che, dal settore, finanziario si traslano all’economia reale. Grazie a questa concordanza si sono potute realizzate diverse iniziative legislative. Tutti questi interventi sono volti a promuovere l’accoglimento di criteri ESG nella valutazione delle attività delle imprese finanziarie e delle società che fanno ricorso al mercato dei capitali per finanziarsi.

In Italia, l’adeguamento degli emittenti alla disciplina sull’informazione non finanziaria - vigente dall’inizio del 2017 - rappresenta un primo significativo banco di prova per testare le ricadute di queste novità sulla *corporate governance*. Osservare le società mappare e fronteggiare le questioni di sostenibilità, mentre creano valore per i loro azionisti, induce anche a una riflessione sulla diligenza professionale richiesta agli amministratori.

A questo proposito, il Piano d’Azione della Commissione Europea ha una prospettiva chiara. Contempla l’ipotesi di far assurgere a canone di diligenza richiesta agli amministratori l’osservanza di apposite regole di condotta poste da misure normative che impongano l’adozione di una strategia di sostenibilità, di obiettivi misurabili di sostenibilità, nonché di cura per l’interesse di lungo termine dell’impresa. Tali parti del Piano d’Azione sono però ancora a uno stadio molto preliminare. Ogni sviluppo in tal senso peraltro cambierebbe in profondità la filosofia sino ad oggi dominante che, specie se si considera l’impostazione della Direttiva

SHDR 2, punta a veicolare le tematiche ESG nella gestione attraverso l'*engagement* di determinati investitori, ossia gli investitori istituzionali e gli investitori che appartengono al settore finanziario e assicurativo².

In questo quadro l'Italia ha le sue peculiarità. Le coordinate societarie entro le quali i temi della sostenibilità sono entrati già con la DNF obbligatoria, e si apprestano a essere rinforzati con il recepimento della Direttiva SHDR 2, assurgono a temi di *corporate governance* lasciando agli amministratori, in base al disegno codicistico, elevatissimi margini di discrezionalità. Stabilire se questo sia una opportunità o un rischio per le grandi imprese azionarie italiane fa parte degli obiettivi delle analisi che Consob ha intrapreso e sta svolgendo.

Nei prossimi giorni verrà già pubblicato sul nostro sito internet uno studio dal titolo '*Non financial information as a driver of transformation. Evidence from Italy*'. In questo studio, che si presenta come un approfondimento tematico del Rapporto oggi in presentazione, si affrontano alcune questioni inerenti tale discrezionalità amministrativa. Si affrontano quelle attinenti alle scelte organizzative e di processo che possono orientarne l'esercizio.

In presenza di estesi margini di discrezionalità, l'auspicio è certamente che i *Board* siano in futuro sempre più competenti e consapevoli di tutte le forme di

² Il settore bancario e assicurativo riceve un'attenzione specifica da parte del legislatore europeo. Nel processo di aggiornamento delle Linee Guida in materia di DNF, la Commissione UE ha posto in consultazione un supplemento sulle questioni di sostenibilità relative al clima e contenente alcune proposte di disclosure elaborate in base alle Raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), istituita nel 2015 dal Financial Stability Board (FSB). Le disclosures si articolano in due tipologie: la Type 1, che include le disclosures che la società dovrebbe considerare ogni qualvolta l'informazione sul clima è materiale per comprendere lo sviluppo, la performance e la posizione della società e l'impatto delle sue attività; la Type 2, che include, invece, ulteriori disclosures che la società potrebbe considerare al fine di fornire più dettagliate informazioni, tenuto conto, tra l'altro, dell'entità dei rischi connessi al clima e delle opportunità identificate dalla società. Le disclosures sono proposte per ciascuna delle cinque aree di reporting previste nella Direttiva sulle informazioni non finanziarie. Rispetto a questo framework più generale, per le banche e le assicurazioni la distinzione fra informazioni Type 1 e Type 2 non è riprodotta con riferimento alle proposte di *disclosure*, che pure si riferiscono alle materie climatiche. Tuttavia si evidenzia, positivamente, come le Linee Guida enfatizzino l'impatto di tale disclosure sulle attività degli intermediari finanziari e assicurativi, e in particolare sulle politiche di sostenibilità svolte dai clienti che ricevono prestiti, finanziamenti, o i cui titoli sono inseriti nei portafogli di investimento.

creazione di valore che la grande impresa azionaria ha a disposizione. Credo sia importante rafforzare le competenze degli amministratori sulle tematiche non finanziarie, sia attraverso l’inserimento nei *Board* di figure con *expertise* specifiche, sia attraverso percorsi di formazione *ad hoc* per tutti. Molto ancora c’è da fare in questo campo. Nel corso del 2018, solo 32 società tra le 151 esaminate nello studio Consob hanno svolto *induction* sui temi ESG. In 16 casi la formazione ha riguardato semplicemente l’illustrazione della disciplina sulle informazioni non finanziarie.

Non tutto però si può risolvere accrescendo competenze e sensibilità dei *Board* e dei componenti gli organi societari deputati al controllo interno delle grandi società. Come ho cercato di rappresentare, occorre effettuare anche accurate analisi, in grado di stabilire se le regole societarie vigenti, a partire da quelle del Codice civile (e passando poi anche a quelle contenute nelle discipline settoriali che si applicano alle grandi imprese azionarie che operano in settori regolati) risultino, se non sinergiche, almeno compatibili con le istanze che il diritto europeo veicola nell’ordinamento e nella *governance* dell’impresa. In caso contrario, è evidente che occorre formulare proposte per rimediare.

Queste istanze del resto sono, anche in Italia, fra quelle che, nel XXI secolo, più energicamente vengono rivolte – dalle varie componenti della società civile - alle grandi imprese azionarie, a chi le possiede, a chi le governa e a chi le regola.

Ciascuno nel ruolo che compete, dunque, non può non essere all’altezza delle attese, perché tali istanze possano essere instradate nel diritto della grande impresa azionaria con cognizione di causa e di effetti, e con gli strumenti più confacenti alle caratteristiche delle grandi imprese azionarie italiane.