

Pierre Di Toro *

Etica del governo aziendale: i principi

Abstract

Nel processo di formazione del governo aziendale e nella conseguente fase di espletamento della funzione di governance può essere volontariamente adottato un corpo integrato di principi che “guidi” e regolamenti i possibili comportamenti. Un’eventuale scelta in tal senso, avente carattere di autodisciplina, può completare le disposizioni cogenti con riferimenti originati da esperienze d’eccellenza nazionali e da best practices internazionali.

Introdurre l’elaborazione di detto corpo integrato di “principi” è l’obiettivo di questo scritto.

Trattasi dunque di individuare norme di comportamento del governo aziendale, prevedendo e regolamentando requisiti, qualificazioni, responsabilità: a riguardo si parla - fra l’altro - di *compliance*, trasparenza, *disclosure*, rappresentatività, indipendenza, centralità, autonomia, *duty of loyalty*, neutralità, riservatezza, etc.. Tali principi e le relative *best practices* guidano le condotte delle parti in causa, danno un giudizio di merito (basato sui valori sociali) agli interessi perseguiti, conferiscono valenze e significati peculiari (quali la maggior consapevolezza o l’ottica del “rendere conto”) ai ruoli rivestiti, animano di senso etico modelli, procedure e meccanismi vari (diversamente analizzabili in modo puramente asettico); possono quindi permeare e caratterizzare con “qualità” specifiche il complesso delle interazioni della *corporate governance*.

(Saggio licenziato nel mese di ottobre 2009)

1. Obiettivo

“Meglio accendere una candela che brancolare nell’oscurità” (Emily Dickinson)

Nella costruzione e nella conduzione del governo delle aziende si possono “far propri” taluni principi etici che guidino i potenziali comportamenti. Una simile scelta ha natura di autodisciplina e completa dunque “la Legge” vigente in materia, grazie a sollecitazioni derivanti dalle migliori pratiche di *corporate governance* adottate sul piano nazionale ed internazionale.

Si tratta così di delineare le “Tavole” del comportamento e della responsabilità adottabili nel governo aziendale, con riferimenti che orientino i passi nell’“oscurità” dell’incerto evolversi

* Università degli Studi della Tuscia - Viterbo.

degli scenari e ancorino le condotte delle parti in causa a un giudizio di merito basato sul contemperamento dei bisogni aziendali con quelli sociali¹. Tali riferimenti/principi possono dotare di maggior consapevolezza i ruoli rivestiti, permeando di senso etico processi diversamente troppo asettici.

2. Libertà nella responsabilità (*freedom with accountability*)

“È meglio essere ottimisti e avere torto piuttosto che pessimisti e avere ragione” (Albert Einstein)

Per molte realtà societarie il pubblico e volontario impegno a conformarsi a forme di regolamentazione etica dell'attività va interpretato “come un'occasione di sviluppo e non come un insieme di ... procedure da rispettare”²; d'altronde, da tempo “i valori etici hanno assunto un'importanza critica. E questo ... soprattutto perché l'intensità delle pressioni concorrenziali richiede alle imprese livelli di consenso e capacità di mobilitazione delle energie e delle risorse difficilmente realizzabili in assenza di un orientamento strategico saldamente fondato su tali valori”³.

Su tale linea, i Consigli di amministrazione delle singole società possono valutare con flessibilità - in piena e spontanea autodisciplina - se conformarsi in tutto o in parte (e con quale gradualità) a un modello di organizzazione del vertice societario ispirato a principi di comportamento di natura etica. Essi possono quindi effettuare, nell'esercizio della propria *responsabilità* generale sulla gestione, le scelte più opportune nella *libera* strutturazione della *governance* aziendale.

Il riferimento-guida è dunque quello del *freedom with accountability*.

Proprio a tale fondamento si ispira peraltro il corpo dei principi autorevolmente elaborato - fin dal 1999 (e con successivi penetranti aggiornamenti) - dal Comitato per la Corporate Governance della Borsa Italiana e raccolto nel Codice di autodisciplina per le società quotate sul mercato regolamentato. L'adozione potrà fondarsi, in effetti, su un “mero” calcolo di convenienza, basato sul timore di quelle sanzioni “automatiche” imprevedibilmente generabili dall'ingovernabile operare dei meccanismi di libero mercato: quasi secondo una parafrasi che stimoli l'ottimismo della ragione a contrapporsi al pessimismo della volontà, è sensato sostenere che il Codice di corporate governance, se “mano a mano assunto dalle società quotate come punto di riferimento della *best practice*, potrà assicurare la comunità degli investitori sull'esistenza ... di un modello organizzativo chiaro e ben definito, con adeguate ripartizioni di responsabilità e poteri e con un corretto equilibrio tra gestione e controllo”⁴. In fin dei conti, che la struttura del governo interno all'azienda possa avere riflessi sulla *credibilità* di quest'ultima, al cospetto di numerosi suoi interlocutori sociali e soprattutto di quelli con i quali maggiormente si desidera interagire, appare plausibile. In particolare, che l'attrattività dell'impresa per investitori sempre più diversificati e numerosi, incontrabili sui mercati finanziari, possa beneficiare dal grado di trasparenza ed equità delle modalità di espressione dei poteri all'interno dell'unità nella

¹ Cfr. CODA (1985: 24).

² PREDA (1999).

³ CODA (1988: 269).

⁴ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Rapporto*: 18).

quale si rischiano i capitali, è diffusamente accertato. In tal senso è chiaro che “la lotta per attrarre un adeguato flusso di fondi rafforza per via indiretta la criticità del sistema di corporate governance quale fattore di competitività delle aziende e dell’economia”⁵.

È dunque il successo economico dell’impresa (basti pensare al costo dei capitali di credito) che potrebbe avvantaggiarsi della percezione dell’affidabilità e correttezza dei suoi principi di governo e del grado di *disclosure* dei medesimi⁶: in un “quadro, sempre più internazionale ed istituzionale, la competizione per l’accesso ai mercati finanziari e la minimizzazione del costo del capitale dipendono anche dall’efficienza e dall’affidabilità del sistema di corporate governance delle imprese”⁷. La qualità del sistema di governo societario è quindi da intendersi come strumento di tattica aziendale per il conveniente accesso al mercato dei capitali.

In linea, nel richiamare il Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana S.p.a. con riguardo particolare al settore bancario, la Banca d’Italia afferma che “efficaci assetti organizzativi e di governo societario costituiscono per tutte le imprese condizione essenziale per il perseguimento degli obiettivi aziendali”⁸.

3. Disclosure sulla compliance alle best practices

“Avevo paura e mi sono nascosto” (Libro della
Genesi: 3, 10 - Antico Testamento)

L’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato sostiene che “si deve ... innescare un processo virtuoso dove l’incentivo viene dall’interno del settore perché chi investe nella reputazione individuale, in un contesto di piena informazione, dovrebbe sempre più essere stimolato a farlo per la conseguente capacità del mercato di premiare quelle banche/compagnie/SGR con governance chiare, tali da assicurare interessi non confliggenti. ... L’esistenza di assetti diversi tra operatori dovrebbe quantomeno indurre i più virtuosi a rivelare la propria qualità investendo, ad esempio con chiare regole statutarie, sull’*individual reputation*; al tempo stesso chi presenta profili critici, con la concorrenza innescata sulla reputazione, dovrebbe essere indotto ad eliminare le proprie criticità per poter nuovamente disporre di una propria credibilità in termini di solida reputazione”⁹.

L’effettività dei benefici e delle “sanzioni” connesse alla *compliance* o meno a principi di autodisciplina nel governo aziendale è correlata alla *disclosure* sulle scelte effettuate; a fini di trasparenza può quindi suggerirsi che le imprese “diano informativa del modello organizzativo societario scelto”.

Coerentemente, sul piano internazionale dei mercati finanziari regolamentati si promuove un atteggiamento di “*comply or explain*” secondo cui, qualora non si aderisca (*comply*) alle raccomandazioni proposte da codici di autoregolamentazione, si illustra (*explain*)

⁵ FORESTIERI (1998: 3-4).

⁶ Cfr. CODA (1991: 11).

⁷ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Rapporto*: 17).

⁸ BANCA D’ITALIA (Disposizioni n. 264010, 4 marzo 2008).

⁹ AGCM (2009: 201).

trasparentemente al mercato le motivazioni di scelte alternative, così da consentire comunque una piena comprensione di quanto adottato nella specifica società¹⁰.

Sulla stessa onda, in Italia, il livello di adesione a “codici di autodisciplina in materia di governo societario promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori”, nonché il grado di osservanza degli impegni conseguenti, è obbligatoriamente oggetto di pubblicazione annuale nella relazione sulla gestione¹¹. In ogni caso, “con riguardo a questa materia, il legislatore ha sancito esclusivamente obblighi di carattere informativo, in quanto l’adesione e il rispetto delle disposizioni contenute nei codici di comportamento rimangono volontari. Gli obblighi informativi previsti ... presentano una duplice finalità¹²: da un lato, hanno lo scopo di segnalare con un ‘marchio di qualità’ gli emittenti che aderiscono ai codici di autodisciplina e che effettivamente li rispettano, stimolando la più ampia adozione di principi di buon governo societario; dall’altro lato, tendono a disincentivare adesioni ‘di facciata’ che pregiudicano la qualità dell’informativa al mercato sulla corporate governance delle società”¹³.

Sempre nel medesimo solco, si innesta la richiesta della Borsa Italiana S.p.a. alle società con titoli quotati nel mercato finanziario nazionale di fornire una Relazione annuale in materia di corporate governance (c.d. “Relazione sul governo societario”)¹⁴. L’elaborazione del documento in esame, redatto ai sensi delle istruzioni emanate dalla Borsa Italiana S.p.a., supporta lo scopo di contribuire alla formazione di uno standard informativo che consente di valutare e confrontare le “architetture” di *corporate governance* adottate o meno nella prassi. Occorre però non illudersi e tener presente che solo su un piano formale vale la considerazione che le relazioni pubblicate illustrano abbastanza compiutamente il modello di governance adottato dalla società e forniscono un’adeguata descrizione delle concrete modalità di attuazione: sul piano sostanziale, invece, l’obiettivo rimane piuttosto ambizioso poiché va riconosciuto come permanga palesemente elevato - in ogni parte del mondo - il rischio di un’adesione meramente “documentale” a principi di autodisciplina¹⁵: si può in effetti ancora diffusamente riscontrare un comportamento (c.d. “*box-ticking*”) che si allinea ad autoprescrizioni disciplinari solo formalmente, piuttosto che impregnarsi effettivamente dello spirito e della sostanza di principi etici e di relativi criteri applicativi¹⁶.

Restando nel tracciato appena delineato, può segnalarsi che dal 2008 si è manifestato un timido intervento disciplinare assimilabile per il settore bancario (anche non quotato), secondo il quale si prevede – purtroppo senza obbligo di pubblicazione, ma solo di trasmissione alla Banca d’Italia - la redazione di un “progetto di governo societario”. Si noti per inciso che seppure tale documento “ha indubbiamente come principale destinatario la Banca d’Italia per l’adozione dei

¹⁰ Cfr. OECD (2004: *Annotations*, V.A.8). Tale spirito segue la linea indicata nello scenario britannico dai già citati progenitori *Cadbury Report* del COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE (1992) e *Hampel Final Report* del CONFEDERATION OF BRITISH INDUSTRY (1998), nonché dall’evolversi del *Combined Code* del COMMITTEE ON CORPORATE GOVERNANCE-FINANCIAL REPORTING COUNCIL (2006).

¹¹ CONSOB del. 11971/99, reg. emittenti, artt. 65, co. III-bis, e 89-bis. Cfr. anche l’art 124-ter, d. lgs. 58/98 (Testo Unico della Finanza – “Legge Draghi”).

¹² Il riferimento è ancora all’art. 124-ter del d. lgs. 58/98.

¹³ CONSOB, Relazione per l’anno 2007 (31/03/2008: 119).

¹⁴ Si applica così una raccomandazione dell’OECD (2004: *Annotations*, V.A.8).

¹⁵ Cfr. ARHENS (2008).

¹⁶ Ved. *Hampel Report* del CONFEDERATION OF BRITISH INDUSTRY (1998).

provvedimenti in sede di costituzione e di modificazione statutaria delle banche, ... può rilevare anche come possibile strumento di informazione al mercato”¹⁷. Schematicamente, esso “deve:

- a) illustrare ... il modello prescelto ... idoneo ad assicurare l’efficienza della gestione e l’efficacia dei controlli;
- b) descrivere le specifiche scelte attinenti alla struttura organizzativa (compiti, poteri e composizione degli organi aziendali; sistema delle deleghe; regime del controllo contabile; sistemi di incentivazione e remunerazione; flussi informativi), ai diritti degli azionisti (in materia di diritto di recesso, *quorum* deliberativi dell’assemblea e per l’impugnativa delle delibere assembleari e consiliari, rappresentanza, etc.), alla struttura finanziaria (categorie di azioni e limiti alla loro circolazione, strumenti finanziari partecipativi, patrimoni destinati, etc.), alle modalità di gestione dei conflitti di interesse (ad esempio, operazioni con parti correlate, obbligazioni degli esponenti aziendali, etc.);
- c) fornire, nel caso della capogruppo, un’adeguata rappresentazione e motivazione delle modalità di raccordo tra gli organi e le funzioni aziendali delle diverse componenti, con specifica attenzione ai profili relativi al sistema dei controlli (poteri degli organi, flussi informativi, gestione dei rischi, etc.)”¹⁸.

4. Trasparenza delle candidature al governo societario

“La dignità non consiste nel possedere onori, ma nella coscienza di meritarli” (Aristotele)

Un efficace stimolo all’autodisciplina del governo aziendale non può che coinvolgere, in primo luogo, il vertice societario e, dunque, le regole per la formazione del consesso consiliare degli amministratori, sia esso Consiglio d’Amministrazione (CdA) o - in alternativa - Consiglio di Gestione (CdG), organi esecutivi collegiali.

In proposito, la raccomandazione è che “con riguardo alle proposte di nomina dei componenti ... le società operino, pur nella massima flessibilità, in conformità ad una procedura trasparente”¹⁹. Se le proposte di nomina del CdA rimangono “responsabilità degli azionisti e in particolare degli azionisti di maggioranza e di controllo” (*majority shareholder*), si indica (secondo un principio che potrebbe definirsi di trasparenza) “che vengano esplicitate, con adeguato anticipo, le caratteristiche personali e professionali dei candidati che li rendono, a giudizio dei proponenti, adatti alla nomina. In tal modo, tutti i soci potranno esercitare in assemblea il voto in modo consapevole”²⁰. Sul piano normativo è stato così sancito che le società italiane con azioni quotate in Italia, almeno dieci giorni prima dell’assemblea di nomina, pubblicano le liste dei candidati depositate dai soci e corredate dal curriculum dei candidati²¹.

¹⁷ VELLA (2008: 28).

¹⁸ BANCA D’ITALIA (2008: 1).

¹⁹ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Rapporto*: 22).

²⁰ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Rapporto*: 23). Cfr. OECD (2004: *Annotations*, II.C.3 e V.A.3).

²¹ CONSOB, del. 15915 del 2007, poi art. 144-*octies* reg. emittenti CONSOB del. 11971/99.

Si osservi, in calce, che è purtroppo del tutto anomalo constatare nelle società con azioni quotate in Italia che un candidato all’incarico di amministratore intervenga in assemblea per presentare la propria candidatura. La prassi permane quella che i candidati non intervengano a presentarsi durante l’assemblea di nomina, alla quale, anzi, risultano sovente assenti: d’altronde si constata di frequente - secondo uno stile di comportamento discutibile - l’assenza anche di diversi amministratori in carica (indipendentemente dal trattarsi o meno di assemblea di rinnovo del Consiglio).

Sulla scorta di esperienze anglo-americane, anche in Italia è stata vagliata l’opportunità di costituire all’interno dei CdA un apposito “comitato per le proposte di nomina”²². “Tale soluzione nasce storicamente in sistemi caratterizzati da un elevato grado di dispersione dell’azionariato, al fine di assicurare un adeguato livello di indipendenza degli amministratori rispetto al *management*; ... soprattutto in presenza di assetti proprietari diffusi esso svolge una funzione di particolare rilievo nell’identificazione dei candidati alla carica di amministratore”²³; a maggior ragione sussiste l’esigenza di disporre di simile autonomo mini-consesso qualora nel CdA le deleghe siano concentrate in capo a un unico e autorevole amministratore (come il *CEO - Chief Executive Officer* - dell’esperienza della *public company* inglese e statunitense)²⁴. Coerentemente, il *nomination committee* dovrebbe essere “composto, in maggioranza, da amministratori indipendenti”²⁵.

Simile sub-organo del CdA avrebbe dunque il compito di curare (sul piano consultivo) il processo di (s)elezione degli amministratori, “soprattutto nei casi in cui il Consiglio rilevi la difficoltà, da parte degli azionisti, di predisporre le proposte di nomina, come può accadere nelle società quotate a base azionaria diffusa ... Tale comitato [per le proposte di nomina], che può, ovviamente, ricevere proposte dagli azionisti, oltre che formularle autonomamente, ha lo scopo precipuo di rendere trasparente la procedura di selezione”²⁶.

Le peculiarità dello scenario economico-aziendale italiano e del connesso panorama legislativo non hanno però condotto a posizioni rigide in materia: intanto, nella tipologia di compagine societaria con azionisti “diffusi”, si “riconosce che tale funzione possa essere svolta dal Consiglio di amministrazione, quando abbia dimensioni contenute”²⁷. D’altra parte, sono carenti le realtà societarie quotate con azionariato pienamente polverizzato mentre sono assolutamente prevalenti quelle a proprietà sufficientemente concentrata. Insomma, “la forte diffusione di società a proprietà concentrata, l’obbligo di legge di nomine non eccedenti i tre anni per i CdA [o CdG], la previsione statutaria del voto di lista in diverse società ad azionariato diffuso, hanno suggerito l’opportunità di non istituzionalizzare tale comitato”²⁸.

²² Sul tema si vedano COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE (1992), MAIN-JOHNSTON (1999), VAFEAS (1999), CARSON (2002), OECD (2004: *Annotations*, II.C.3 e VI.D.5), RUIGROK-PECK-TACHEVA-GREVE-HU (2006).

Già nel 2005, l’88% delle società quotate a Londra presentava simile comitato (cfr. ARCOT-BRUNO, 2006: 57).

²³ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2006, *Codice*, 6: *Commento*).

²⁴ Cfr. HERMALIN-WEISBACH (1988), SHIVDASANI-YERMACK (1999) e MONKS-MINOW (2004).

²⁵ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2006, *Codice*, 6.P.2).

Sulla composizione dei comitati in esame ved. KESNER (1988), OECD (2004: *Annotations*, II.C.3) e RUIGROK-PECK-TACHEVA-GREVE-HU (2006).

²⁶ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Codice*, 7).

²⁷ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Codice*, 7).

²⁸ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Rapporto*: 22-23).

Cfr. REDIKER-SETH (1995) e SHLEIFER-VISHNY (1997).

5. Rappresentatività

*"Scegliete chi volete servire!" (Libro di Giosuè:
24,15 - Antico Testamento)*

Salvo diversa previsione statutaria o accordo fra i soci, nella nomina degli amministratori delle società non quotate vale il principio maggioritario. Un singolo socio di riferimento, o una “coalizione” di soci, anche con detenzione di titoli di sola maggioranza relativa può essere in condizioni di c.d. controllo “di fatto” e può quindi nominare *tutti* i componenti del CdA (o del CdS), individuandoli senza alcun contributo della minoranza (benché quest’ultima, qualora utopisticamente compatta, possa essere in teoria addirittura prevalente). Tale comportamento ha costituito in passato la norma anche per le società quotate.

Vale comunque, a riguardo, il principio che recita che “quando le decisioni del Consiglio possono colpire in maniera differenziata diversi gruppi di soci, il *Board* tratta tutti gli *shareholder* correttamente”²⁹. Un “simile principio è particolarmente importante da sancire in presenza di soci di controllo che siano *de facto* capaci di selezionare tutti i componenti del Consiglio”³⁰. In ogni caso, non è stata infrequente, dall’inizio del XXI secolo, la concessione volontaria di posti alle minoranze qualificate; lo statuto può anche liberamente prevedere che le minoranze “qualificate” godano del diritto a un proprio membro nei consessi degli amministratori (a riguardo, un caso peculiare è quello dell’“azione d’oro”³¹).

Diversamente dal principio maggioritario, si può stabilire una proporzionalità (talora anche stretta) tra quote possedute e rappresentanza negli organi di amministrazione e controllo; ad esempio, simile obiettivo è sovente perseguito in sede di accordo pre-assembleare scaturente da un patto parasociale.

Al di là del momento relativo agli accordi fra soci, è però il “voto di lista” in sede assembleare a poter condurre verso una tendenziale rispondenza tra percentuale detenuta nel capitale e quella degli amministratori di fiducia inseriti nel CdA o nel CdS, oppure perlomeno consentire una rappresentanza alle minoranze (o forse, sarebbe meglio dire ad un “secondo azionista” - *second ultimate owner/shareholder*), che risulterà essere indipendente rispetto alla società e al suo socio di controllo. L’esigenza s’innesta nel noto tema della “separazione fra proprietà e controllo”, qui considerato come difficoltà da parte degli azionisti non di controllo di monitorare il governo dell’azienda condotto da parte del CdA “fedele” all’azionista di maggioranza (relativa o assoluta che essa sia)³²; tale prospettiva è comune all’esperienza di numerosi Paesi *extra* mondo anglo-statunitense³³.

Nel nostro Paese, è la legge 262 del 28 dicembre 2005 (modificativa del testo unico della finanza) a introdurre, per le emittenti azioni ammesse alla trattazione in mercati regolamentati, specifiche norme di elezione e composizione degli organi di amministrazione. Vi si dispone - in primo luogo - che gli statuti delle società quotate prevedano “membri del Consiglio di Amministrazione ... eletti sulla base di liste di candidati”³⁴. Lo scopo di tale voto di lista è quello di tentare di tutelare le minoranze (*minority shareholders*) o, almeno, gli azionisti di peso

²⁹ OECD (2004: VI.B).

³⁰ OECD (2004: *Annotations*, VI.B).

³¹ Ex L. 474/94.

³² Cfr. LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER-VISHNY (1999) e GADHOUM (2006).

³³ Cfr. CLAESSENS-DJANKOV-LANG (2000), MORCK (2000), BIANCHI-BIANCO-ENRIQUES (2001), FACCIO-LANG (2002).

³⁴ Art. 147-ter, co. I, del d. lgs. 58/98.

inferiore a quello di riferimento, dando loro la possibilità di nominare propri rappresentanti in Consiglio³⁵.

Con spirito sostanzialmente non differente, per le aziende non quotate del settore bancario, è stato disposto che “le modalità di nomina e di revoca degli organi aziendali devono essere trasparenti e disciplinate a livello statutario. Tali modalità devono assicurare un’adeguata rappresentanza negli organi aziendali delle diverse componenti della base sociale (investitori istituzionali, minoranze qualificate); specie quando questa sia particolarmente frazionata (come, ad esempio, nelle banche popolari) vanno previsti meccanismi che agevolino una significativa partecipazione dei soci all’assemblea”³⁶.

Si rammenti che in ogni caso, “nello svolgere i propri compiti, il *Board* non deve essere visto agire come una somma di individui ognuno rappresentativo di un diverso elettorato. Mentre componenti specifici del Consiglio possono essere indicati ed eletti da certi soci (e talora contestati da altri), rimane un’importante caratteristica dei lavori consiliari che i singoli assumano la responsabilità di portare avanti il lavoro in modo imparziale rispetto a tutti gli *shareholders*”³⁷.

Numerosi sono gli auspici espressi in direzione dell’ingresso in Consiglio - proprio grazie all’opportunità in esame - di componenti indicati da investitori istituzionali, a tutela di interessi ritenuti come maggiormente diffusi fra le (centinaia di) migliaia dei micro-azionisti di una società quotata³⁸; coerentemente, “gli investitori istituzionali, soprattutto internazionali, hanno visto nella partecipazione alla nomina degli organi sociali uno strumento efficace per realizzare forme di attivismo societario trasparenti e non necessariamente conflittuali nei confronti degli assetti di controllo esistenti”³⁹.

La possibilità in parola viene anche colta - in alternativa (e talora in “contrapposizione”) agli investitori istituzionali - da singoli investitori privati di peso (*large outside shareholder* nella posizione di *second ultimate owner*)⁴⁰. Nell’intreccio talora asfittico delle relazioni multilaterali caratterizzante il capitalismo e l’imprenditoria di un determinato Paese, il fenomeno del “secondo azionista” privato ingenera il dubbio del parziale vanificarsi dello spirito e dell’obiettivo ultimo della norma di garanzia in oggetto; concausa di tale circostanza è il frequente disinteresse degli investitori istituzionali nel coinvolgersi attivamente nella materia in esame. Per tale ragione, “in occasione dell’elezione dell’organo di amministrazione si raccomanda ai soci che presentino una “lista di minoranza” di depositare insieme alla lista una dichiarazione che attesti l’assenza dei rapporti di collegamento, anche indiretti ...⁴¹ con gli azionisti che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa, ove individuabili sulla base delle comunicazioni delle partecipazioni rilevanti ... o della pubblicazione dei patti parasociali ... In tale dichiarazione dovranno inoltre essere specificate le relazioni eventualmente esistenti, qualora significative, con i soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa, ove individuabili, nonché le motivazioni

³⁵ Su tale normativa italiana cfr. CAPRIO (2008), mentre sull’esperienza internazionale in materia ved. CHAKRAVARTY-GODDARD-HODGKINSON (2004).

³⁶ BANCA D’ITALIA (2008: 3; nelle relative *linee applicative* - si precisa che vanno evitati “riferimenti o richiami ad accordi, strutture o soggetti esterni alla società”).

³⁷ OECD (2004: *Annotations*, VI.B).

³⁸ Cfr. Morck (2008: 189).

³⁹ CONSOB, Relazione del Presidente all’Incontro annuale con il mercato finanziario, 14/07/2008.

⁴⁰ Sul potenziale ruolo di monitoraggio da parte di un *large outside shareholder* cfr. DEMSETZ-LEHN (1985).

⁴¹ “... di cui all’art. 147-ter, co. III, del T.U.F. e all’art. 144-quinquies del reg. emittenti ...”.

per le quali tali relazioni non sono state considerate determinanti per l'esistenza dei citati rapporti di collegamento, ovvero dovrà essere indicata l'assenza delle richiamate relazioni”.

Il meccanismo è tale da permettere anche la rappresentatività contestuale a differenti (contrapposte o meno) minoranze (o azionisti di riferimento diversi da quello di maggioranza, relativa od assoluta che questa sia). Per evitare, tuttavia, l'inutile proliferare di “micro-liste”, sempre lo statuto “determina la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione di esse”⁴².

L'effetto del voto di lista può però essere parzialmente o totalmente annullato dalla previsione di *quorum* troppo elevati per la proposizione di consiglieri di minoranza; la rappresentatività degli azionisti non di riferimento (o la ricerca di parziale “proporzionalità”) potrebbe essere di fatto impedita dalla richiesta del “*quorum* minimo di presentazione” delle liste⁴³. Per contrastare tale potenziale aggiramento degli obiettivi di tutela delle “parti deboli” (o, meglio, “meno forti”), si dispone che il *quorum* di presentazione delle liste per il CdA sia “non superiore a un quarantesimo del capitale sociale”: peraltro, l'organismo di vigilanza può diversamente stabilire tale misura “tenendo conto della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari delle società quotate”⁴⁴. In ogni caso, quale minimo imprescindibile, “almeno uno dei componenti del Consiglio di Amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti”⁴⁵ (questi ultimi soci assumono la veste di c.d. “soci di riferimento”⁴⁶).

Nel complesso, i risultati concreti della normativa sul voto di lista sono sovente discutibili: “accanto agli amministratori indipendenti, si è voluto introdurre anche amministratori di minoranza, un istituto dai contorni incerti, peraltro poco utilizzato dagli investitori. Le procedure per la presentazione delle liste per eleggere questi amministratori sono state minutamente differenziate secondo la dimensione delle società, creando un sistema complesso senza uguali negli altri mercati”⁴⁷.

6. Indipendenza

*“Come gli amici adulando pervertono, così i nemici con i rimproveri molte volte correggono”
(Sant'Agostino)*

Fra gli amministratori non esecutivi (*outside directors*) si è progressivamente diffusa nella prassi nazionale di inizio XXI secolo - sull'onda di quella internazionale - il ruolo dei cosiddetti “indipendenti” (*independent outside directors*)⁴⁸. Il tema ha trovato in pochi anni una rapida affermazione: si è addirittura avuta una Raccomandazione della Commissione Europea sul

⁴² Art. 147-ter, co. I, d. lgs. 58/98.

⁴³ Cfr. ASSONIME (2007: 34).

⁴⁴ Ved. art. 147-ter, co. I, d. lgs. 58/98.

⁴⁵ Art. 147-ter, co. III, d. lgs. 58/98.

⁴⁶ Ai sensi dell' art. 144-ter, reg. emittenti CONSOB del. 11971/99.

⁴⁷ ABETE (2009: 11).

⁴⁸ Cfr. OECD (2004: VI.E, con relative *Annotations*).

ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del CdS delle società quotate, oltre che sui comitati del CdA o del CdS⁴⁹.

L’assoluto rilievo dell’argomento in esame può anche essere visto nell’ottica di “aprire” il CdA a rappresentanze di particolari *stakeholders* (quali gli investitori istituzionali o i dipendenti).

Per le società con azioni quotate, il Testo Unico della Finanza (TUF) prevede (in aggiunta agli amministratori tratti da liste di minoranza) che “almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero due se il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette componenti, devono possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci ...”⁵⁰. È il Codice civile, invece, a prevedere che nelle società organizzate secondo il sistema monistico “almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione deve essere in possesso dei requisiti di indipendenza ...”⁵¹.

Indipendentemente dal modello adottato, lo statuto può richiamare gli “ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria”⁵². Secondo questi, in ogni caso la qualificazione d’“indipendenza” dell’amministratore non esecutivo “non esprime un giudizio di valore, bensì indica una situazione di fatto”⁵³: in generale, quel che emerge dall’esame della casistica sinora nota dei criteri impiegati per la connotazione di “indipendente” è un criterio di *valutazione sostanziale, dinamico e ad hoc*, che prevede una verifica caso per caso e ripetuta nel tempo.

Il pavido rispetto di quella concentrazione del controllo così diffusa nelle realtà societarie italiane, nonché una buona dose di realismo nel proporre norme di autodisciplina minime, che in quanto tali abbiano concrete speranze di trovare effettivo accoglimento, fa salomonicamente osservare che “nel corretto esercizio dei diritti di nomina degli amministratori, è possibile che gli amministratori ‘indipendenti’ vengano proposti dagli stessi azionisti di controllo o di maggioranza. L’indipendenza è d’altronde un elemento oggettivo, non condizionabile dalla tipologia degli azionisti proponenti la nomina”⁵⁴. Spesso, permangono tuttavia molteplici i dubbi sulla reale indipendenza di taluni amministratori nominati grazie ai voti del socio di controllo o ai “buoni uffici” del CEO⁵⁵.

Gli statuti societari possono prevedere un numero minimo di indipendenti in CdA; anche il voto di lista è coerente con tale esigenza.

⁴⁹ Cfr. Raccomandazione della Commissione Europea 2005/162/CE del 15 febbraio 2005.

⁵⁰ Art. 147-ter, co. IV, d. lgs. 58/98.

⁵¹ Art. 2409-septiesdecies, co. II, cod. civ..

⁵² Art. 147-ter, co. IV, d. lgs. 58/98.

⁵³ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2006, *Codice*, 3: *Commento*).

⁵⁴ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Rapporto*: 20-21).

⁵⁵ Cfr. SHIVDASANI-YERMACK (1999), CAPRIO (2008), MORCK (2008).

7. Autonomia

“Se riesci a parlare con la folla e a conservare la tua virtù / e a camminare con i Re senza perdere il contatto con la gente / ... Se tutti contano per te, ma nessuno troppo / Tua è la Terra e tutto ciò che è in essa / E - quel che è di più - sei un Uomo” (Rudyard Kipling)

7.1. Neutralità e “duty of loyalty”

Frequentemente, in Italia, la maggioranza degli amministratori non esecutivi ha avuto un ruolo puramente formale, poiché spesso la proprietà li ha ritenuti un limite alla propria libertà d'azione: esautorandoli di fatto, ha preferito procedere direttamente a indicare le linee fondamentali della politica aziendale all'A.d. e al top management⁵⁶. In numerosi casi, d'altronde, i membri dei CdA non hanno avuto capacità e competenze strategiche o tecniche relative al settore d'attività, trattandosi non di rado di familiari o professionisti (avvocati, commercialisti, consulenti finanziari) già operanti con il soggetto economico di controllo, spesso in vicende non direttamente connesse a quelle societarie. Così, si è assistito sovente a casi di “prestanome” o di figure (c.d. grey-affiliated directors) poste a “riempire” formalmente i posti di un Consiglio in realtà svuotato di poteri effettivi. Per tale ragione, affinché siano chiare le responsabilità di coloro che sono pubblicamente preposti al governo della società, occorre ribadire che “gli amministratori agiscono e deliberano ... in autonomia ... perseguendo l'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti”⁵⁷: è dunque necessaria un'"autonomia di giudizio da parte di tutti i componenti"⁵⁸.

D'altronde, “l'amministratore consapevole dei doveri e dei diritti connessi alla propria carica opera sempre con indipendenza di giudizio”⁵⁹: “l'indipendenza del giudizio è un requisito delle decisioni di tutti gli amministratori, siano essi esecutivi o non esecutivi, e siano, o meno, questi ultimi ‘indipendenti’”⁶⁰. Ne deriva che gli amministratori devono conservare una posizione di neutralità rispetto a eventuali interessi contrastanti della maggioranza e della minoranza⁶¹: si tratta di un principio che implica di trattare i vari soci in maniera equanime in quei casi in cui le decisioni del Consiglio potrebbero colpirli in maniera segmentata e differenziata. È chiaro che la sottolineatura di principio vale ancor più in caso di Consiglio degli amministratori interamente nominato da un unico socio, prevalente sulla generalità degli altri⁶². In sostanza, “le decisioni di ciascun amministratore sono autonome nella misura in cui l'amministratore assuma le proprie scelte con libero apprezzamento, nell'interesse della generalità degli azionisti. Pertanto, anche quando le scelte gestionali siano state preventivamente vagliate, nei limiti e nel rispetto delle norme di legge applicabili, dagli azionisti di controllo (individualmente o nell'ambito di patti),

⁵⁶ Cfr. BRUNETTI-CORBETTA (1998: 199).

⁵⁷ Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Codice*, 1.3). In linea, cfr. il principio OECD (2004: VI.E)

⁵⁸ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Codice*, 3). Si veda anche la versione 2006 del Codice (1.P.2).

⁵⁹ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Rapporto*: 21).

⁶⁰ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Codice*, 1.3).

⁶¹ Cfr. OECD (2003: 15).

⁶² Cfr. OECD (2004: VI.B e relative *Annotations*).

ciascun amministratore è tenuto a deliberare in autonomia, assumendo scelte che, ragionevolmente, possono portare alla massimizzazione dello shareholder value”⁶³.

L’autonomia in esame si colloca comunque nell’ambito di un sistematico rapporto con il gruppo di soci dominante la società e che ha pertanto nominato gli amministratori. In un’impresa societaria, le decisioni di fondo vengono infatti frequentemente elaborate in incontri informali che coinvolgono azionisti di controllo, amministratori e top management (in particolare, quelli con funzioni esecutive, come l’Amministratore delegato e il Direttore generale, ruoli sovente legati da un rapporto di fiducia di lungo termine con i soci di maggioranza). In simile contesto, le relazioni con detti azionisti non hanno soltanto la funzione di momento di trasmissione degli obiettivi aziendali strategici da questi ai vertici aziendali, ma anche di costituire un’occasione di riflessione, approfondimento e valutazione collegiale delle finalità ipotizzate dai primi⁶⁴.

Tornando al generale tema dell’autonomia, appare appropriato richiamare il “*duty of loyalty*”, internazionalmente noto e “sotteso all’efficace implementazione di ... principi ... relativi, ad esempio, all’equo trattamento degli azionisti, al monitoraggio delle operazioni con parti correlate ...

È anche un principio chiave per gli amministratori che operano nell’ambito di un gruppo aziendale: ... il dovere di lealtà ... si rapporta alla società e a tutti i suoi soci, non semplicemente alla controllante”⁶⁵.

Non di agevole interpretazione e implementazione appare tuttavia il principio di autonomia in esame nei contesti di gruppo dove, “coerentemente” con “l’obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti”, “gli amministratori, nello svolgimento dell’incarico, tengono anche conto delle direttive e politiche definite per il gruppo di cui l’emittente è parte nonché dei benefici derivanti dall’appartenenza al gruppo medesimo”⁶⁶. Merita richiamare a riguardo come per le società (controllate) sottoposte ad attività di direzione e coordinamento di altre società (controllanti), qualora si agisca nell’interesse imprenditoriale altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, “risponde in solido chi abbia comunque preso parte” a un “fatto lesivo e, nei limiti del vantaggio conseguito, chi ne abbia consapevolmente tratto beneficio”: gli amministratori della controllata hanno dunque responsabilità solidale con quelli della società che esercita attività di direzione e coordinamento, i quali “sono direttamente responsabili nei confronti dei soci” della controllata “per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all’integrità del patrimonio della società”⁶⁷.

7.2. Centralità

Un Consiglio autonomo non dovrebbe essere una condizione di “fastidio” posta sulla strada del gruppo di controllo; anzi, esso va apprezzato nei suoi aspetti positivi di oggettività, quale elemento di riequilibrio in grado di “ammortizzare” gli eccessi o stimolare un maggior spirito d’iniziativa dei soci di maggioranza.

⁶³ PREDA (1999).

⁶⁴ Sul tema ved. COMMITTEE ON CORPORATE GOVERNANCE-FINANCIAL REPORTING COUNCIL (2006: D1).

⁶⁵ OECD (2004: *Annotations*, VI.A).

⁶⁶ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2006, *Codice*, 1.P.2).

⁶⁷ Art. 2497, rispettivamente co. II e I, cod. civ..

L'autonomia del Consiglio si fonda però su quella di ogni singolo amministratore, non solo - come sopra ricordato - nei confronti dei soci ma anche rispetto ai rapporti interni al Board: in particolare, guardando a quelli tra “non esecutivi” da una parte e gli A.d. dall'altra⁶⁸. Per tale punto è innanzitutto importante che quanto appaia rilevante per la società non sia demandato alla valutazione di un solo amministratore o comunque a quello di un sotto-consesso ristretto del Consiglio: è la collegialità degli amministratori ad avere la responsabilità del governo societario; il complesso del Consiglio deve dunque sempre rivestire una funzione “centrale”.

La centralità in esame permane in ogni caso, anche in presenza di sindacati azionari o di società controllanti; soprattutto in quest'ultima ipotesi, il consesso plenario degli amministratori delle società sottoposte a influenza dominante deve “mantenere salda la guida ... operando in una prospettiva di massimizzazione del valore per i propri azionisti, pur nell'ambito del coordinamento strategico e gestionale attuato dalla capogruppo”⁶⁹. Il tema assume ancor più peculiare rilievo guardando all'equilibrato rapporto tra competenze dell'A.d. della controllata (in questi contesti espressione della controllante) e responsabilità di supervisione dell'intero Consiglio degli amministratori (della controllata stessa); è allora interessante l'eventuale individuazione di criteri che consentono di ricondurre anche situazioni non prevedibili alla competenza del *plenum* consiliare.

Le riflessioni in tema di autonomia di ogni amministratore dai soci e dagli altri colleghi delinea “gli elementi essenziali di una struttura di organizzazione societaria il cui punto di riferimento fondamentale è costituito dalla centralità del CdA” (o del CdG), cui fanno capo le funzioni e la responsabilità degli indirizzi strategici e organizzativi, nonché la verifica dell'esistenza dei controlli necessari per monitorare l'andamento delle società⁷⁰. Il CdA (o il CdG) “svolge efficacemente le proprie funzioni quando è in grado di agire con la necessaria autorevolezza ed ‘effettività’ e quando la sua composizione è tale da assicurare che, nelle sue decisioni, emerga il primato dell'interesse sociale e della massimizzazione del valore per gli azionisti”⁷¹.

8. Riservatezza e parità d'accesso all'informazione

“Non ci sono segreti custoditi meglio di quello che tutti conoscono” (George Bernard Shaw)

In merito agli obblighi informativi delle società emittenti titoli quotati è prevista una specifica disciplina sulla comunicazione continua⁷²; quest'ultima deve essere “volta a garantire l'accesso del pubblico, su scala europea, alle informazioni regolamentate: il sistema si articola su due pilastri, rappresentati dalla funzione di diffusione dell'informazione verso i media (*dissemination*), e da meccanismi di archiviazione delle informazioni (*storage*), che consentano l'agevole accesso, su base storica, alle informazioni da parte degli investitori. Il sistema delineato dalla Direttiva prevede altresì il deposito presso le autorità competenti delle informazioni

⁶⁸ Cfr. O'SULLIVAN-PERCY-STEWART (2008: 10).

⁶⁹ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2002, *Codice*: 1.1).

⁷⁰ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Rapporto*: 20).

⁷¹ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *supra*).

⁷² È la cosiddetta “Direttiva *transparency*”, 2004/109/CE.

regolamentate (*filing*), al fine di permettere a queste ultime di vigilare sul rispetto degli obblighi informativi degli emittenti”⁷³.

A monte, il tema ha genesi nell’osservazione che le informazioni di cui dispongono gli organi di una società possono costituire fonte di vantaggi competitivi su diversi fronti, non ultimo sul piano degli investimenti e delle speculazioni sui titoli della stessa realtà aziendale.

Tale posizione di favore rispetto a quanti non possono disporre delle medesime informazioni viene regolamentata a livello legislativo al fine di evitare gli abusi che ne potrebbero agevolmente discendere. Permane comunque “un interesse pubblico che non può esprimersi solo attraverso la regolamentazione di legge ma deve anche emergere da una pratica riconosciuta come conveniente dalla comunità finanziaria”; la stessa “azione regolamentare dell’Autorità di controllo, come quella affidata alla società di gestione del mercato, non può ... spingersi troppo nel dettaglio dell’analisi di casi e di comportamenti, soprattutto in una materia, come l’informazione, particolarmente sensibile alla continua evoluzione dei mercati, e dei mezzi di comunicazione. Di conseguenza tra le previsioni regolamentari e la realtà operativa ci sono zone grigie, di incerta o assente copertura da parte delle norme, di problematica loro applicazione. Zone in cui il continuo intervento dei controllori risulterebbe troppo pervasivo, oltretutto oneroso, mentre l’autodisciplina può operare con efficacia. E’ questo l’orientamento consolidato a livello internazionale ...”⁷⁴.

In tale solco si pone la riflessione generale, di particolare rilievo per gli amministratori, sui principi che trattano dell’*insider trading*, i quali mirano a impedire a soggetti favoriti nell’accesso a notizie rilevanti per il mercato dei capitali di trarre un vantaggio economico dalla propria posizione di “meglio informati”, con un pregiudizio contestuale ad altri soggetti del medesimo mercato. L’intento, pertanto, è che, almeno potenzialmente, vi siano le medesime opportunità di accedere alle informazioni di sensibile rilievo. Si sottolinea il “potenzialmente”, visto che com’è evidente non si vuole mortificare il meccanismo meritocratico che comunque deve funzionare liberamente nei contesti concorrenziali: a riguardo, il principio può essere quello individuato come “gli emittenti e i soggetti che li controllano comunicano con il mercato nel rispetto dei criteri di *correttezza, chiarezza e parità di accesso* all’informazione ... Questo principio riflette i requisiti fondamentali che il mercato richiede all’informazione per svolgere efficacemente le sue funzioni e quindi esprime una clausola generale riguardante il comportamento informativo degli emittenti. La *correttezza* richiede in generale agli emittenti e ai soggetti che li controllano di fornire l’informazione societaria in forma esaustiva e non fuorviante, rivolgendo la massima attenzione alle legittime richieste di dati e notizie provenienti dal mercato, ove possibile anticipandole, nel rispetto costante dell’interesse generale al corretto funzionamento del mercato. La *chiarezza* attiene alle forme con cui l’informazione è comunicata al mercato e ne comporta la completezza nonché l’intelligibilità in funzione dei diversi destinatari. La *parità di accesso* all’informazione, infine, risponde al convincimento, ormai diffuso presso i principali mercati, circa l’inammissibilità di ogni forma di comunicazione selettiva di informazioni che possano avere rilevanza per la valutazione degli strumenti finanziari”⁷⁵.

⁷³ CONSOB, *Relazione per l’anno 2007*, 31/03/2008: 120-121. Il d. lgs. n. 195/2007 ha recepito la “Direttiva *transparency*” introducendo nel T.U.F. (d. lgs. 58/98) l’art. 113-ter contenente la disciplina dei sistemi di *dissemination, storage e filing*.

⁷⁴ AIAF-ASSOGESTIONI-ASSONIME-BORSA ITALIANA-REF. (2002: 3).

⁷⁵ AIAF-ASSOGESTIONI-ASSONIME-BORSA ITALIANA-REF. (2002, *Guida*, principio n. 1: 11-12).

È quindi soprattutto una tutela delle opportunità, ricollegabili ad asimmetrie informative dovute non a una specifica attività personale di intuizione, ricerca ed elaborazione dei dati di mercato, ma a una posizione goduta per ragioni che nulla hanno a che vedere con lo sfruttamento di notizie privilegiate: vale l'esempio di un incarico da svolgere che nelle competenze e negli obiettivi non include la possibilità di avvantaggiarsi personalmente di quanto appreso nel corso dell'attività.

In breve, il divieto cade su quelle disparità informative che si sostanziano in mere forme di godimento della “vicinanza” con l'informazione. Chiaramente, i più vicini all'informazione c.d. “riservata” sono coloro che operano all’“interno” del luogo dove si forma la notizia stessa, come nel caso dei soggetti preposti al governo dell'azienda. Segnatamente, viene ad essere interessata l'informazione c.d. “privilegiata”, vale a dire quella caratterizzata dall'essere contestualmente precisa⁷⁶, non ancora pubblica, concernente direttamente o indirettamente strumenti finanziari o loro emittenti, atta - se resa pubblica - ad influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari⁷⁷. “Per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento”⁷⁸.

Al fine di prevenirne l'abuso, tale informazione andrebbe pubblicamente comunicata senza indugio, da parte delle società quotate e dei soggetti che le controllano, nonché da parte degli emittenti titoli diffusi (ancorché non quotati)⁷⁹.

Nel complesso, ben si comprende come mai il Codice di Autodisciplina per le società con titoli quotati in Italia prevede che gli Amministratori delegati curino la corretta gestione delle informazioni riservate e propongano al CdA o al CdG le procedure per la gestione interna e la comunicazione all'esterno di documenti ed informazioni riguardanti la società, con particolare riferimento alle informazioni *price sensitive*⁸⁰.

Il Codice di Autodisciplina aggiunge altresì che “tutti gli amministratori sono tenuti a mantenere riservati i documenti e le informazioni acquisiti nello svolgimento dei loro compiti ed a rispettare le procedure adottate per la comunicazione all'esterno di tali documenti ed informazioni”; il tutto “al fine di evitare che la loro comunicazione possa avvenire in forma selettiva (cioè possa essere rilasciata prima a certi soggetti, per esempio azionisti, giornalisti o analisti), intempestivamente, in forma incompleta o inadeguata”⁸¹.

Le “attenzioni” sinora esaminate non devono però andare a discapito di un dialogo continuativo, da parte del Presidente della società e degli Amministratori delegati, con la generalità degli azionisti, con particolare riguardo agli investitori istituzionali (attuali e prospettici). Tali relazioni, anzi, necessitano di essere particolarmente curate, anche mediante l'individuazione di un responsabile specifico o la costituzione di un'apposita struttura aziendale di *investor relations* (salvo che nelle società di minori dimensioni, ove la funzione in oggetto può essere svolta direttamente dai vertici aziendali)⁸².

⁷⁶ Art. 181, d. lgs. 58/98, co. III.

⁷⁷ Art. 181, d. lgs. 58/98, co. I. Cfr. comunicazione CONSOB n. DME/3019271 del 26/03/2003: I.1.

⁷⁸ Art. 181, d. lgs. 58/98, co. IV.

⁷⁹ Cfr. artt. 114 e 116, co. I, d. lgs. 58/98.

⁸⁰ Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2002, *Codice*, 6.1) e OECD (2004: *Annotations*, V.E).

⁸¹ COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2002, *Codice*, 6.2).

⁸² Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (1999, *Rapporto*: 24; *Codice*, 11).

9. Conclusioni?

Ben altri, oltre quelli sinora trattati, possono essere i principi individuabili al fine di completare l'insieme dei *Lego* (i noti mattoncini dei giochi infantili) utilizzabili per costruire un corpo integrato di elementi che definisca l'*etica del governo aziendale*: basti citare - a titolo esemplificativo - la competenza, la professionalità, la cognizione di causa, il *duty of care*, la *fairness* sostanziale e procedurale nei rapporti con parti correlate, l'oggettività, la *compliance* ...

Al di là del loro dettaglio, in conclusione(?), quel che rileva è però l'osservare che la materia rimane a vari livelli profondamente dinamica e contingente: “l'evoluzione della best practice, maturata anche attraverso esperienze dolorose, si ricollega alla crescente consapevolezza, da parte degli attori del mercato, delle proprie responsabilità nei confronti degli investitori, del sistema Italia, degli operatori internazionali. Questa crescita culturale si alimenta nel confronto quotidiano con il mercato e con gli *stakeholders*, confronto che vede protagoniste le società emittenti: non solo quelle di grandi dimensioni, naturalmente portate a relazionarsi con gli investitori, ma anche quelle di dimensioni medio piccole, che sanno di trovare nella buona governance un efficace strumento di valorizzazione e di protezione dell'investimento dei propri azionisti”⁸³.

Opere citate

- ABETE L., *Intervento del Presidente all'assemblea biennale Assonime*, Assonime, Roma, 16/06/09.
- AIAF-ASSOGESTIONI-ASSONIME-BORSA ITALIANA-REF., *Guida per l'informazione al mercato*, Forum ref. sull'informativa societaria, Borsa Italiana, Milano, 2002.
- ARCOT S.R.-BRUNO V. G., *In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK*, Working paper series, London School of Economics, 2006.
- ARHENS T., *The hidden ethics of corporate governance and the practical uses of corporate governance codes*, in “Journal of Management & Governance”, 12, 2008: 149-152.
- ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2006)*, Note e studi 91, febbraio 2007.
- AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO (AGCM), *Indagine conoscitiva. La corporate governance di banche e compagnie di assicurazioni*, IC36, Roma, 2009.
- BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*, 264010, 2008.
- BIANCHI M.-BIANCO M.-ENRIQUES L., *Pyramidal Groups and the Separation between Ownership and Control in Italy*, in BARCA F.-BECHT M. (eds.), *The control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2001.
- BRUNETTI G.-CORBETTA G., *Ruolo e funzionamento dei Consigli di Amministrazione nelle imprese di medie e grandi dimensioni a proprietà familiare*, in AIROLDI G.-FORESTIERI G. (a cura di), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, ETAS, 1998: 199-211.
- CAPUANO M., *Presentazione del Coordinatore*, in COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ QUOTATE, *Rapporto. Codice di autodisciplina*, Borsa Italiana S.p.A., III ed., marzo, 2006.
- CAPRIO L., *How can we help independent directors to escape the “obedience bias”?*, in “Journal of Management & Governance”, 12, 2008: 201-204.
- CARSON E., *Factors Associated with the Development of Board Sub-Committees*, in “Corporate Governance: An International Review”, 10(1), 2002: 4-18.

⁸³ CAPUANO (2006).

- CHAKRAVARTY S.P.-GODDARD J.A.-HODGKINSON L., *Shareholders and Corporate Elections*, in “Journal of Management and governance”, 8, 2004: 187-197.
- CLAESSENS S.-DJANKOV S.-LANG L., *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, in “Journal Of Financial Economics”, 58, 2000 : 81-112.
- CODA V., *Valori imprenditoriali e successo dell’impresa*, in “Finanza, Marketing e Produzione”, n. 2, giugno 1985: 23-56.
- *L’orientamento strategico dell’impresa*, UTET, Torino, 1988.
 - *Comunicazione e immagine nella strategia dell’impresa*, UTET, Torino, 1991.
- COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ QUOTATE, *Rapporto*, Borsa Italiana S.p.a., I ed., ottobre, 1999.
- *Codice di Autodisciplina*, Borsa Italiana S.p.a., I ed.: ottobre 1999; II ed.: luglio 2002; III ed.: marzo 2006.
- COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE AND GEE & CO. LTD. (Cadbury Committee), *Cadbury Report, The financial aspects of corporate governance*, 1992.
- CONFEDERATION OF BRITISH INDUSTRY, *Greenbury Recommendation. Directors’ remuneration, Report of a study group chaired by Sir Richard Greenbury*, London, Gee & Co. Ltd, July, 1995.
- *Hampel Committee on Corporate Governance: Final Report*, London, Gee & Co. Ltd, March, 1998.
- DEMSETZ H.-LEHN K., *The structure of corporate ownership: causes and consequences*, in “Journal of Political Economy”, 93, 1985: 1155-1177.
- FACCIO M.-LANG L.H.P., *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, in “Journal of Financial Economics”, 65, 2002: 365-395.
- FORESTIERI G., *La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura*, in AIROLDI G.-FORESTIERI G. (a cura di), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, ETAS, 1998: 3-25.
- GADHOUM Y., *Power of Ultimate Controlling Owners: A Survey of Canadian Landscape*, in “Journal of Management and Governance”, 10, 2006: 179-204.
- HERMALIN B.E.-WEISBACH M.S., *The Determinants of Board Composition*, in “Journal of Economics”, 19(4), 1988: 589-606.
- KESNER I.F., *Directors’ Characteristics and Committee Membership: An Investigation of Type, Occupation, Tenure, and Gender*, in “Academy of Management Journal”, 31(1), 1988: 66-84.
- LA PORTA R.-LOPEZ DE SILANES F.-SHLEIFER A.-VISHNY R., *Corporate ownership around the world*, in “Journal of Finance”, 54, 1999: 471-517.
- MAYN B.-JOHNSTON J., *Remuneration Committees and Corporate Governance*, in KEASEY K.-THOMPSON S.-WRIGHT M., *Corporate Governance*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 1999, vol. III: 106-117.
- MONKS R.A.G.-MINOW N., *Corporate Governance*, Blackwell, Cambridge, MA, 1995, 2002 (2nd ed.), 2004 (3rd).
- MORCK R.K. (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, Chicago, IL, 2000.
- *Behavioral finance in corporate governance: economics and ethics of the devil’s advocate*, in “Journal of Management and Governance”, 12, 2008: 179-200.
- O’SULLIVAN M.-PERCY M.-STEWART J., *Australian evidence on corporate governance attributes and their association with forward-looking information in the annual report*, in “Journal of Management and Governance”, 12, 2008: 5-35.
- OECD (ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT), *Experiences from the Regional Corporate Governance Roundtables*, OECD, Paris, 2003.
- *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD, Paris, 2004.
 - *Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries*, OECD, Paris, 2004(a).
- PREDA S., *Presentazione del Coordinatore*, COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ QUOTATE, *Rapporto. Codice di autodisciplina*, Borsa Italiana S.p.A., I ed., ottobre, 1999.

- REDIKLER K.J.-SETH A., *Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms*, in “Strategic Management Journal”, 16, 1995: 58-99.
- RUIGROK W.-PECK S.-TACHEVA S.-GREVE P.-HU Y., *The Determinants and Effects of Board Nomination Committees*, in “Journal of Management and Governance”, 10, 2006: 119-148.
- SHLEIFER A.-VISHNY R.W., *A Survey of Corporate Governance*, in “Journal of Finance”, 52, 1997: 737-783.
- SHIVDASANI A.-YERMACK D., *CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis*, in “Journal of Finance”, 54(5), 1999: 1829-1853.
- VAFEAS N., *The Nature of Board Nominating Committees and their Role in Corporate Governance*, in “Journal of Business Finance and Accounting”, 26(1), 1999: 199-225.
- VELLA F., *Il nuovo governo societario delle banche nelle disposizioni di vigilanza: spunti di riflessione*, in COSTI R.-VELLA F., *Banche, governo societario e funzioni di vigilanza*, Quaderni di Ricerca Giuridica 62, Banca d'Italia, settembre, 2008: 14-37.