

Comitato per la Corporate Governance

RELAZIONE ANNUALE

29 Novembre 2012

© 2012 *Comitato per la Corporate Governance*

Tutti i diritti di riproduzione, di adattamento totale o parziale e di memorizzazione elettronica, con qualsiasi mezzo (compresi microfilm, Floppy disk e CD), sono riservati per tutti i Paesi.

Comitato per la Corporate Governance

Gabriele Galateri di Genola (Presidente)

Domenico Siniscalco (Vice Presidente)

Luigi Abete

Carlo Acutis

Franco Bernabè

Paolo Andrea Colombo

Enrico Tommaso Cucchiani

John Philip Elkann

Luca Garavoglia

Edoardo Garrone

Federico Ghizzoni

Guido Giubergia

Raffaele Jerusalmi

Giordano Lombardo

Stefano Micossi

Aldo Minucci

Marcella Panucci

Alessandro Profumo

Giovanni Sabatini

Paolo Scaroni

Luitgard Spögl

Pierluigi Stefanini

Massimo Tononi

Marco Tronchetti Provera

Segretario

Alessandro Chieffi

Esperti

Bruno Cova

Piergaetano Marchetti

Angelo Provasoli

Segreteria Tecnica

Carmine Di Noia (coordinatore)

Alessandro Chieffi

Livia Gasperi

Antonio Matonti

Massimo Menchini

Pietro Negri

Francesca Palisi

INDICE

1. Il nuovo Comitato per la Corporate Governance	1
2. Il nuovo Codice di Autodisciplina	3
3. Le attività del Comitato	8
4. L'evoluzione della normativa italiana in materia di governance	9
5. L'evoluzione della disciplina europea	14
6. La struttura dei comitati di corporate governance e il monitoraggio dei codici di autodisciplina in Europa	20
 Appendice 1. Regole di funzionamento del Comitato per la Corporate Governance	 23
Appendice 2. Tabelle di sintesi sui codici di autodisciplina e sui principali codici per gli investitori istituzionali in Europa	24

1. Il nuovo Comitato per la Corporate Governance

Nel corso del 2011, a seguito di intese intervenute tra gli storici promotori del Codice di Autodisciplina (Borsa Italiana, Abi, Ania, Assogestioni, Assonime e Confindustria), è stato istituito un nuovo Comitato per la Corporate Governance, con la finalità di garantire un processo continuo e strutturato all'attività di produzione e monitoraggio dei principi di comportamento applicabili alle società italiane con azioni quotate.

Il nuovo Comitato mantiene, come in passato, una struttura snella. Esso non ha, nell'attuale configurazione, soggettività giuridica né autonomia patrimoniale ed economica. Il Comitato si è dato alcune sintetiche regole organizzative, che garantiscono la continuità e regolarità della sua attività.

Tali regole di funzionamento (pubblicate integralmente nell'allegato) sono state concordate tra i soggetti promotori e condivise dal Comitato stesso nel corso della sua prima riunione, tenutasi il 14 giugno 2011. Esse riguardano la composizione del Comitato, il suo scopo, le modalità di convocazione, i *quorum* deliberativi e la procedura per la predisposizione delle proposte da sottoporre al Comitato stesso.

Più in dettaglio, è stato previsto, tra l'altro, che:

- il Comitato è promosso da Abi, Ania, Assogestioni, Assonime, Confindustria (le "Associazioni") e Borsa Italiana (complessivamente i "Promotori");
- il Comitato ha sede presso la sede sociale di Borsa Italiana;
- scopo del Comitato è la promozione del buon governo societario nella comunità finanziaria, attraverso l'aggiornamento del Codice di Autodisciplina delle Società Quotate (il "Codice"), nonché attraverso ogni altra iniziativa di carattere istituzionale, scientifico, informativo o promozionale che possa rafforzare la credibilità del Codice;
- il Comitato è composto da un massimo di ventiquattro persone, designate dai Promotori secondo i seguenti criteri: (i) un rappresentante di vertice di ciascuna Associazione; (ii) fino a tre membri designati da ciascuna Associazione, scelti tra i vertici di società quotate/società di gestione del risparmio aderenti a ciascuna Associazione; (iii) fino a due rappresentanti di vertice di Borsa Italiana; (iv) fino a due esponenti di rilievo di società quotate, invitati dal Presidente del Comitato, sentiti i Promotori;
- ogni membro dura in carica tre anni e può essere riconfermato; in caso di cessazione anticipata è sostituito su designazione del Promotore che lo aveva designato;
- il Comitato nomina al suo interno un Presidente, che ne coordina i lavori e lo rappresenta di fronte ai terzi, e un Vice Presidente. Inoltre può nominare un Segretario, anche esterno, affinché assista il Comitato stesso e il Presidente nello svolgimento della loro attività;
- l'approvazione del Codice e delle relative modifiche avviene normalmente per consenso e comunque con la maggioranza di almeno tre quarti dei presenti, purché rappresenti la maggioranza dei membri in carica;
- il Comitato si riunisce almeno una volta l'anno per esaminare la relazione sull'attività svolta, predisposta dal Presidente, e per approvare il piano delle attività future;
- il Comitato si avvale di una Segreteria Tecnica, di cui nomina il coordinatore, composta da un rappresentante per ciascun Promotore e dal segretario del Comitato;

- il Comitato può avvalersi di esperti della materia, in massimo numero di tre, i quali offrono suggerimenti circa l'aggiornamento del Codice, in linea con le migliori pratiche internazionali;
- il Comitato può, infine, consultare altri soggetti interessati, associazioni, ordini professionali, studiosi, sulle materie oggetto del Codice di Autodisciplina.

Il Comitato era composto originariamente da ventitré persone:

- Giovanni Sabatini, Corrado Passera, Federico Ghizzoni e Antonio Vigni, designati da Abi;
- Fabio Cerchiai, Carlo Acutis, Emanuele Erbetta e Gabriele Galateri di Genola, designati da Ania;
- Domenico Siniscalco, Michelle Edkins, Guido Giubergia e Giordano Lombardo, designati da Assogestioni;
- Luigi Abete, Franco Bernabè, Stefano Micossi e Marco Tronchetti Provera, designati da Assonime;
- Emma Marcegaglia, Luca Garavoglia, Edoardo Garrone e Paolo Scaroni, designati da Confindustria;
- Angelo Tantazzi e Raffaele Jerusalmi, designati da Borsa Italiana;
- Paolo Andrea Colombo, invitato dal Presidente d'intesa con i Promotori.

Successivamente la composizione del Comitato è variata in conseguenza di avvicendamenti e di una nuova cooptazione. In particolare: Corrado Passera e Antonio Vigni sono stati sostituiti da Enrico Tommaso Cucchiani e da Alessandro Profumo su indicazione di Abi; Fabio Cerchiai ed Emanuele Erbetta sono stati sostituiti da Aldo Minucci e da Pierluigi Stefanini su indicazione di Ania; Michelle Edkins è stata sostituita da Luitgard Spögl su indicazione di Assogestioni; Emma Marcegaglia è stata sostituita da Marcella Panucci su indicazione di Confindustria; Angelo Tantazzi è stato sostituito da Massimo Tononi su indicazione di Borsa Italiana; infine, John Philip Elkann è stato invitato a partecipare al Comitato, innalzando così a ventiquattro il numero dei suoi componenti.

Nel corso del 2011 il Comitato si è riunito due volte, il 14 giugno e il 4 novembre.

Nella riunione del 14 giugno, alla quale hanno partecipato quindici componenti su ventitré, il Comitato: (i) ha approvato le regole di funzionamento sopra illustrate; (ii) ha nominato al proprio interno un Presidente nella persona di Gabriele Galateri di Genola e un Vice Presidente nella persona di Domenico Siniscalco; (iii) ha nominato Alessandro Chieffi Segretario del Comitato; (iv) ha designato quali esperti Bruno Cova, Piergaetano Marchetti e Angelo Provasoli; (v) ha istituito la Segreteria Tecnica del Comitato composta da Alessandro Chieffi, Carmine Di Noia, Livia Gasperi, Massimo Menchini, Pietro Negri, Francesca Palisi e Marcella Panucci (in sostituzione della quale è stato successivamente designato Antonio Matonti), affidando a Carmine Di Noia l'incarico di fungere da coordinatore della Segreteria Tecnica stessa; (vi) ha esaminato alcune ipotesi di intervento sul testo del Codice di Autodisciplina, riservandosi di discuterle nel dettaglio in una successiva riunione, previa predisposizione di un testo consolidato da parte della Segreteria Tecnica.

Nella riunione del 4 novembre 2011, alla quale hanno partecipato diciotto componenti su ventitré, sono state approvate alcune importanti modifiche al Codice di Autodisciplina che,

unitamente ad altre modifiche successivamente concordate in via informale, sono confluite nella nuova edizione del Codice pubblicata il 5 dicembre 2011 (v. § 2).

Il Comitato si è, infine, riunito il 29 novembre 2012 per esaminare la Relazione del Presidente e il piano delle future attività.

Il Comitato si è avvalso del supporto della Segreteria Tecnica che si è riunita 6 volte nel corso del 2011 e due volte nel corso del 2012.

Gli esperti hanno partecipato alle riunioni del Comitato, fornendo suggerimenti sull'aggiornamento del Codice, anche alla luce delle migliori pratiche internazionali.

La presente relazione ripercorre le attività compiute dal Comitato nel corso del primo anno di attività, illustra sinteticamente l'evoluzione legislativa nazionale e comunitaria e fornisce una comparazione tra i diversi comitati di corporate governance, i codici di autodisciplina e la relativa attività di monitoraggio.

2. Il nuovo Codice di Autodisciplina

Come ricordato nel precedente § 1, il Comitato ha pubblicato nel dicembre 2011 un'edizione aggiornata del Codice di Autodisciplina.

La prima edizione del Codice risale al 1999. Nel 2002 e, successivamente, nel 2006, sono state effettuate due importanti revisioni del Codice che tenevano conto, da un lato, delle novità introdotte dalla riforma delle società di capitali¹, dall'altro delle riflessioni che hanno condotto all'approvazione della legge per la tutela del risparmio². Con l'edizione del 2006, il Codice ha subito un'importante modifica anche dal punto di vista della struttura: ciascun articolo riporta i principi (che fissano le regole di *governance* cui ispirarsi), i criteri applicativi (che indicano i comportamenti tipicamente necessari per realizzare gli obiettivi indicati nei principi) e il commento (che in alcuni casi chiarisce, anche attraverso esempi, la portata dei principi e dei criteri applicativi, in altri, formula auspici ulteriori rispetto a quelli riportati negli stessi principi e criteri applicativi).

Nel corso del 2010, il Comitato ha proceduto a un aggiornamento parziale del Codice, concentrandosi sulla revisione dell'articolo dedicato alle remunerazioni degli amministratori e dirigenti con responsabilità strategiche al fine di recepire, a livello di autodisciplina, una parte delle raccomandazioni comunitarie in tema di remunerazioni (v. § 4). Nella stessa occasione, il Comitato ha pubblicato una propria raccomandazione con la quale ha invitato gli emittenti che aderiscono al Codice a inserire nei comunicati diffusi al mercato alcune informazioni sulle valutazioni dei consigli in merito ai requisiti di indipendenza degli amministratori³.

La revisione complessiva si è avuta a distanza di più di un anno, previa istituzione del nuovo Comitato.

¹ D.lgs. 17 gennaio 2003, n.6.

² L. 28 dicembre 2005, n. 262.

³ Comunicato stampa del Comitato per la Corporate Governance del 3 marzo 2010, che raccomanda al consiglio di amministrazione di rendere noto l'esito delle proprie valutazioni in merito alla nomina degli amministratori che si sono qualificati come indipendenti e di illustrare: (i) se siano stati adottati e, in tal caso, con quale motivazione, parametri di valutazione differenti da quelli indicati nel Codice, anche con riferimento a singoli amministratori; (ii) i criteri quantitativi e/o qualitativi eventualmente utilizzati per valutare la significatività dei rapporti oggetto di valutazione.

Il Comitato ha lasciato volutamente inalterata la struttura del Codice, imperniata sulla regola “*comply or explain*”. Nel principio guida (Paragrafo III), il Codice fornisce indicazioni sulle modalità di redazione della relazione sulla *corporate governance*, modulando su più livelli il grado di motivazione. In primo luogo, gli emittenti sono invitati a fornire “adequate” informazioni in caso di mancata o parziale applicazione a una o più raccomandazioni del Codice, contenute nei principi, nei criteri applicativi e nelle parti di commento esplicative degli stessi. In secondo luogo, al fine di rappresentare in maniera esaustiva le scelte di *governance* adottate, il Codice raccomanda di fornire accurate, sia pur concise, informazioni sui comportamenti attraverso i quali le singole raccomandazioni sono state adottate.

Il nuovo Codice incide, invece, in maniera significativa sui contenuti del precedente. La logica posta a fondamento delle revisioni segue tre diverse linee direttrici. La prima direttrice che ha guidato i lavori del Comitato è la semplificazione. Si è proceduto a un’operazione di “ripulitura” del contenuto dei principi e dei criteri applicativi: in tal senso, ad esempio, il precedente articolo 4, dedicato al trattamento delle informazioni societarie, è stato abrogato e i suoi aspetti più pregnanti sono stati inseriti nell’ambito dell’articolo dedicato al ruolo del consiglio di amministrazione. Il commento, poi, distingue, in maniera più chiara, tra le spiegazioni delle raccomandazioni contenute nei principi e nei criteri e le ulteriori condotte virtuose auspiccate dal Comitato, la cui mancata applicazione non richiede tuttavia un *explain* da parte degli emittenti. È stata inoltre adottata una maggiore gradualità e flessibilità nella raccomandazione delle pratiche virtuose, consentendo in taluni casi soluzioni semplificate per le società caratterizzate da una ridotta dimensione o complessità.

La seconda direttrice seguita dal Comitato è stata l’aggiornamento del Codice in risposta alle nuove regole italiane del diritto societario e dei mercati finanziari. Chiusa la stagione delle grandi riforme, che ha visto nel 2003 l’attuazione di una significativa modifica della disciplina generale delle società di capitali, e nel 2005, l’emanazione della legge per la tutela del risparmio, applicabile prevalentemente alle società quotate, gli ultimi anni hanno visto l’emanazione di regole dettate, il più delle volte, dal legislatore comunitario. Il Comitato ha quindi abrogato principi e criteri ormai superati e inserito raccomandazioni allineate alle nuove previsioni legislative. I riferimenti al meccanismo del voto di lista per la nomina degli organi societari sono stati eliminati, data la disciplina primaria contenuta nel Testo Unico della Finanza (d.lgs. n. 58/1998). L’articolo in materia di interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate è stato eliminato in ragione della regolamentazione adottata dalla Consob nel 2010⁴. Infine, è stato semplificato l’articolo sui rapporti con gli azionisti, a seguito della trasposizione della direttiva *Shareholders’ rights*⁵.

La semplificazione e l’aggiornamento del Codice hanno consentito di ridurre a dieci il numero degli articoli.

Il terzo e ultimo, ma forse più importante, obiettivo del Comitato è stato l’inserimento di principi innovativi il cui recepimento da parte degli emittenti possa, da un lato, innalzare il loro *standard* di *governance*, dall’altro garantire un opportuno livello di flessibilità. Il Comitato ha, pertanto, previsto, tra i principi e i criteri applicativi, una serie di raccomandazioni, prendendo a modello le esperienze internazionali. Inoltre, nella tradizionale impostazione che affida all’autodisciplina il compito di individuare soluzioni anticipatorie di

⁴ Si fa riferimento al Regolamento in materia di operazioni con parti correlate, introdotto con Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche.

⁵ Direttiva 2007/36/CE relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate e recepita nel nostro ordinamento dal d.lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010, successivamente modificato con il d.lgs. n. 91 del 18 giugno 2012.

interventi legislativi, una riflessione specifica è stata effettuata su alcune aree critiche del diritto societario.

Le principali aree di modifica del Codice hanno riguardato il ruolo e la composizione del consiglio di amministrazione, i comitati consiliari e il funzionamento del sistema dei controlli.

Consiglio di amministrazione

Un primo significativo insieme di modifiche riguarda il consiglio di amministrazione. A tale organo è affidata la gestione della società con l'obiettivo di perseguire la creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte temporale che il Codice ora qualifica di "medio-lungo" periodo (1.P.2). Il consiglio ha un ruolo centrale anche in relazione ai piani del gruppo di cui l'emittente è a capo e nella deliberazione in merito alla principali operazioni non solo dell'emittente ma anche delle controllate (1.C.1. lett. a) e f)).

Il *focus* degli interventi si incentra sulle regole di composizione e di funzionamento del consiglio di amministrazione. In primo luogo, la nuova edizione del Codice enfatizza una più variegata composizione del consiglio di amministrazione sotto il profilo della qualificazione dei componenti: il consiglio è composto da amministratori, esecutivi e non esecutivi, dotati di adeguata competenza e professionalità (2.P.1). La raccomandazione si rinviene, anche, dal riformulato principio dedicato alla *board evaluation*: nel raccomandare al consiglio di amministrazione di effettuare, almeno una volta all'anno, una valutazione sul proprio funzionamento e su quello dei suoi comitati, il Codice raccomanda di valutare dimensione e composizione tenendo conto di elementi che riguardano i profili "soggettivi" dei singoli amministratori (1.C.1, lett. g). Prendendo a modello l'impostazione adottata dal [Green Paper "The EU corporate governance framework"](#), pubblicato dalla Commissione Europea nel 2011 (di seguito *Green Paper*), il Codice richiama quali elementi idonei a definire i profili del singolo amministratore e, quindi, a migliorare il funzionamento dell'intero consiglio: la professionalità, l'esperienza, il genere e l'anzianità della carica. La presenza di consiglieri con diverse caratteristiche può innalzare il livello complessivo di competenza dell'organo gestorio. Come si è detto il Codice annovera, tra le caratteristiche idonee a migliorare la composizione – e quindi il funzionamento del *board* – anche la c.d. *gender diversity*; l'inserimento di questa condizione risponde a una tendenza ormai generalizzata a livello europeo che, in alcuni ordinamenti, tra i quali il nostro, è stata recepita anche in sede legislativa. Alcuni mesi prima della pubblicazione del Codice, il legislatore ha imposto la presenza del genere meno rappresentato negli organi di amministrazione e controllo delle società quotate⁶.

La nuova edizione del Codice pone una particolare enfasi sul tema dell'indipendenza, richiedendo che la composizione del consiglio di amministrazione comprenda, per le sole società appartenenti all'indice di borsa FTSE-Mib, "almeno un terzo" di amministratori indipendenti (3.C.1) e che gli amministratori indipendenti non siano, in ogni caso, meno di due. Inoltre, nel raccomandare la costituzione dei comitati, il Codice richiede, con riferimento al comitato per le remunerazioni e al comitato per il controllo e rischi (nuova denominazione del comitato per il controllo interno), che questi siano composti esclusivamente da amministratori indipendenti; in alternativa, è possibile che questi comitati siano composti da amministratori non esecutivi, solo in maggioranza indipendenti: in tal caso, la presidenza del comitato è affidata a uno degli amministratori indipendenti.

⁶ L. 12 luglio 2011, n. 120, sulla quale si rinvia al successivo § 4.

Tra le novità del Codice rientra la nuova condizione per la designazione del *Lead Independent Director* (2.C.3). Oltre alle due fattispecie che già nella previgente versione collegavano la nomina di tale figura di garanzia al fatto che il presidente fosse il principale responsabile della gestione dell'impresa o la persona che controlla l'emittente, la designazione può ora essere richiesta, negli emittenti appartenenti all'indice FTSE-Mib, anche su proposta dalla maggioranza degli indipendenti, fermo restando che la scelta spetta al *plenum* del consiglio di amministrazione. Il Codice prevede inoltre un ampliamento della funzione del *Lead Independent Director* – inteso tradizionalmente quale punto di riferimento e di coordinamento di tutte le istanze degli amministratori non esecutivi e, in particolare, degli indipendenti. Al *Lead Independent Director* è affidato il compito di collaborare con il presidente affinché tutti gli amministratori siano destinatari di flussi informativi completi e tempestivi⁷. Il rafforzamento della figura del *Lead Independent Director*, sia in termini di nomina sia in termini di funzioni, mira a favorire un più efficace funzionamento del consiglio di amministrazione, anche attraverso un miglioramento dell'informativa a disposizione di tutti i consiglieri.

Tra le altre principali disposizioni destinate a impattare sulla composizione del consiglio di amministrazione meritano di essere richiamati il nuovo criterio applicativo 2.C.5, che mira a scoraggiare le situazioni di *cross directorship* tra CEO di emittenti quotati non appartenenti allo stesso gruppo, e la nuova raccomandazione che auspica che gli amministratori indipendenti si impegnino a mantenere tale qualità per tutto il mandato e, se del caso, a dimettersi (commento art. 5). Infine, è stato suggerito agli azionisti di tenere conto dell'esigenza di assicurare continuità nella gestione, in particolare in relazione all'attività dei comitati interni al consiglio di amministrazione, eventualmente attraverso la previsione di una scadenza differenziata di tutti o parte dei componenti del consiglio, purché ciò non pregiudichi le prerogative dei diversi azionisti (commento art. 2).

Il nuovo Codice pone, inoltre, una particolare attenzione alle regole di funzionamento del consiglio di amministrazione, rafforzando i meccanismi di tutela del diritto all'informazione. Al riguardo, il Codice richiede che il presidente del consiglio di amministrazione si adoperi affinché la documentazione relativa agli argomenti all'ordine del giorno sia portata a conoscenza di amministratori e sindaci con "congruo anticipo" rispetto alla data della riunione consiliare; al consiglio di amministrazione viene richiesto di fornire nella relazione sul governo societario informazioni sulla tempestività e completezza dell'informativa pre-consiliare, indicando quale sia il termine di preavviso ritenuto generalmente congruo per l'invio della documentazione e se tale termine sia stato normalmente rispettato (1.C.5). Inoltre il presidente, anche su richiesta di un singolo amministratore, può chiedere agli amministratori delegati che i dirigenti dell'emittente e delle società del gruppo intervengano alle riunioni consiliari per fornire gli opportuni approfondimenti sugli argomenti posti all'ordine del giorno (1.C.6). Infine, il Codice affida al presidente di curare che gli amministratori e i sindaci partecipino a iniziative finalizzate a fornire loro un'adeguata conoscenza (c.d. *induction programs*) non solo dopo la nomina ma soprattutto in caso di mandato triennale del consiglio, nel corso dello stesso (2.C.2).

Comitati consiliari

Un'attenzione specifica è dedicata ai comitati consiliari. Le novità del Codice in materia di comitati sono articolate e riflettono la volontà di prevedere una serie di opzioni, diversamente

⁷ Prima della revisione del 2011, tali compiti erano indicati solo nel commento all'art. 2.

modulabili, a seconda delle esigenze del singolo emittente. L'articolazione delle diverse soluzioni si muove, però, all'interno della cornice generale della semplificazione.

Quanto alle regole di organizzazione, si è previsto che i comitati siano coordinati da un presidente (4.C.1, *lett. a*) e che nel comitato remunerazione e nel comitato controllo e rischi il presidente sia un amministratore indipendente (6.P.3 e 7.P.4). È stata prevista la possibilità che i comitati siano composti da due membri, in emittenti il cui consiglio di amministrazione sia composto da non più di otto membri (nella precedente edizione il limite era di cinque membri) (4.C.1. *lett. a*).

La nuova edizione del Codice raccomanda espressamente l'istituzione del comitato per le nomine (precedentemente era solo richiesto di valutarne l'opportunità) (5.P.1); il consiglio di amministrazione deve valutare l'opportunità di adottare un piano di successione e, in tal caso, affidarne la predisposizione al comitato nomine (o ad altro comitato), comunicando poi al mercato le scelte effettuate (5.C.2). Il Codice consente, poi, di non istituire uno o più comitati (4.C.2): la percorribilità di tale opzione è però subordinata alla sussistenza di rigorose condizioni e presuppone che il consiglio di amministrazione, sotto la guida del presidente, assolva le funzioni istruttorie e consultive, altrimenti riservate ai comitati; è, inoltre, necessario che l'emittente illustri analiticamente, nella relazione sul governo societario, i motivi di tale scelta.

Sistema di controllo interno e gestione dei rischi

Un aspetto rilevante riguarda il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Nel nuovo art. 7, il Codice elenca i principali attori cui compete il governo del sistema dei controlli, e ne definisce sinteticamente il ruolo. La figura apicale del sistema è il consiglio di amministrazione. L'attribuzione di questo ruolo è coerente con l'attività di alta amministrazione che compete al consiglio e si sostanzia *(i)* nella definizione delle linee di indirizzo del sistema in modo che i principali rischi afferenti all'emittente e alle sue controllate risultino correttamente identificati, adeguatamente misurati, gestiti e monitorati e *(ii)* nella determinazione del grado di compatibilità di tali rischi con gli obiettivi strategici individuati. L'attività del consiglio si esplica anche nell'individuazione al suo interno di specifiche figure che possano supportarlo nell'esercizio di tale funzione. Tra queste, ricorre l'amministratore incaricato del sistema di controllo interno, tenuto a identificare i principali rischi aziendali e a sottoporli all'attenzione del consiglio (7.C.4). All'amministratore incaricato compete, precipuamente, il compito di curare la progettazione, realizzazione e gestione del sistema, in esecuzione delle linee di indirizzo definite dal consiglio, e il suo adattamento alla dinamica delle condizioni operative e del panorama legislativo. Un ruolo di ausilio al consiglio è svolto dal comitato controllo e rischi che nelle precedenti edizioni del Codice era denominato comitato per il controllo interno (7.P.4 e 7.C.2): al comitato è affidato il compito di supportare, con adeguata attività istruttoria, le valutazioni e le decisioni del consiglio di amministrazione relative al sistema del controllo interno e di gestione dei rischi.

Tra le figure più significative del nuovo sistema dei controlli si richiama il responsabile della funzione di *internal audit*, deputato a verificare che il sistema di controllo interno e gestione dei rischi sia operativo e adeguato (7.C.5). I presidi a tutela dell'autonomia di tale figura sono stati ulteriormente rafforzati (7.C.1, ultimo periodo). Tra i soggetti investiti di una funzione di vigilanza sull'efficacia del sistema di controllo interno il Codice richiama il collegio sindacale. La disciplina è stata completata attraverso una riscrittura dell'art. 8 del Codice (art. 10 nella precedente edizione), dedicato alla figura dei sindaci. In linea con l'evoluzione normativa più recente, il Codice raccomanda in più punti il coinvolgimento del collegio sindacale, enfaticandone l'attività di vigilanza proattiva intesa come "vigilanza anche

preventiva e non meramente *ex post*, che si traduce in una verifica sui processi il cui esito va portato all'attenzione degli amministratori, affinché essi adottino le misure correttive eventualmente necessarie" (commento art. 8).

Un ultimo cenno merita la raccomandazione del Codice che invita gli emittenti a valutare l'opportunità di attribuire al collegio sindacale le funzioni di organismo di vigilanza *ex d.lgs. n. 231/2001*. La raccomandazione rafforza la scelta del legislatore che, in occasione della legge di stabilità per il 2012, ha previsto la possibilità di affidare al collegio sindacale le funzioni dell'organismo di vigilanza⁸.

Entrata in vigore

Gli emittenti sono invitati ad applicare le modifiche apportate al Codice di Autodisciplina entro la fine dell'esercizio che inizia nel 2012, informandone il mercato con la relazione sul governo societario da pubblicarsi nel corso dell'esercizio successivo. Un regime transitorio diversificato è stato definito per alcune raccomandazioni del Codice. Gli emittenti sono invitati ad applicare alcune modifiche che attengono alla composizione del consiglio di amministrazione e dei relativi comitati a decorrere dal "primo" rinnovo del consiglio di amministrazione successivo alla fine dell'esercizio iniziato nel 2011. Rientrano in questa fattispecie, le seguenti previsioni: costituzione del comitato per le nomine (6.P.1); presenza di soli amministratori indipendenti all'interno del comitato per le remunerazioni (6.P.3) e del comitato controllo e rischi (8.P.4); designazione del *Lead independent director* se richiesto dalla maggioranza degli amministratori indipendenti (2.C.3); divieto di *cross-directorship* (2.C.5).

È infine operativa, a far data dai rinnovi dei consigli successivi all'esercizio che inizia nel 2012 (quindi dai rinnovi che intervengono nel corso dell'esercizio 2013), la nuova raccomandazione che invita gli emittenti appartenenti all'indice FTSE-Mib a dotarsi di consigli di amministrazione composti per almeno un terzo da amministratori indipendenti (3.C.3).

3. Le attività del Comitato

Il Codice è stato presentato in una conferenza stampa tenuta dal Presidente e dal Vice Presidente del Comitato, presso Borsa Italiana il 5 dicembre 2011.

Il 20 febbraio 2012 si è svolta la presentazione ufficiale alla piazza finanziaria italiana nel corso di un convegno che ha riscosso un notevole successo in termini di partecipazione. I contenuti del Codice sono stati illustrati dal Presidente del Comitato e dai tre esperti: il Prof. Marchetti, che ha chiarito il ruolo del Consiglio di Amministrazione, l'Avv. Cova, che ha illustrato le novità in materia di comitati, e il Prof. Provasoli, che ha descritto le novità in materia di controlli. È seguita una tavola rotonda con un rappresentante di vertice di ciascun soggetto promotore: il direttore generale dell'ABI (Sabatini), e i presidenti di Ania (Minucci), Assogestioni (Siniscalco), Assonime (Abete), Borsa Italiana (Tononi) e Confindustria

⁸ Sull'attribuzione delle funzioni dell'organismo di vigilanza è intervenuta la legge di stabilità (Legge 12 novembre 2011, n. 183, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n. 265 del 14 novembre 2011, con la quale sono state introdotte disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato). In particolare, l'art. 12 aggiunge al citato art. 6 del d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231, un nuovo comma che espressamente prevede la possibilità di affidare al collegio sindacale (o, nei modelli alternativi, agli analoghi organi di controllo) le funzioni dell'organismo di vigilanza.

(Marcegaglia). I lavori sono stati conclusi dall'intervento del Presidente della Consob, Vegas, che ha voluto sottolineare l'attenzione che l'Autorità di vigilanza dedica all'autodisciplina.

Esponenti del Comitato e della Segreteria Tecnica hanno presentato le novità del Codice italiano in incontri tenuti presso istituzioni europee, associazioni, università, esperti di *governance*.

Lo scorso ottobre sono stati organizzati alcuni incontri con la comunità finanziaria britannica per promuovere la conoscenza della *governance* delle società italiane.

Il 2 ottobre 2012 il Presidente e il Vice Presidente del Comitato, insieme al Presidente di Borsa Italiana, hanno illustrato gli elementi di eccellenza dell'economia italiana e delle società quotate italiane nel corso di un seminario dal titolo "*Invest in Italy: Highlights on Corporate Governance*" organizzato presso il *London Stock Exchange*. L'evento è stato introdotto dall'Ambasciatore italiano a Londra ed è stato seguito da un incontro presso l'Ambasciata italiana cui ha partecipato anche il CEO del *London Stock Exchange*, Xavier Rolet.

Nel pomeriggio del 2 ottobre il Presidente e il Vice Presidente del Comitato hanno incontrato la Baronessa Sarah Hogg, *Chairman* del *Financial Reporting Council*, l'organismo inglese incaricato, tra l'altro, di redigere e tenere aggiornati i codici di comportamento degli emittenti quotati e degli investitori. Nel corso dell'incontro sono emersi molteplici punti di convergenza, in particolare sul contenuto dei codici di comportamento, sul monitoraggio della loro applicazione e sull'utilizzo di raccomandazioni rivolte ai soci degli emittenti quotati e, in particolare, agli investitori istituzionali. La mattina del 3 ottobre il Presidente del Comitato e il direttore generale di Assonime hanno partecipato a un *meeting* presso il Business Club Italia, al quale hanno partecipato qualificati professionisti italiani che operano nel mondo finanziario londinese.

Il Presidente ha, inoltre, incontrato Sir David Walker, autore nel 2009 dell'omonimo rapporto inglese in materia di corporate governance delle banche e di *stewardship* degli investitori istituzionali e attualmente Chairman di Barclays, che ha espresso apprezzamento per il lavoro svolto dal Comitato per la Corporate Governance.

Gli eventi di Londra sono stati seguiti con interesse dalla stampa sia inglese che italiana con numerose interviste a componenti del Comitato e della Segreteria Tecnica.

Nel corso del 2012, componenti del Comitato e della Segreteria Tecnica hanno interagito, anche a livello informale, con le autorità di vigilanza e hanno partecipato sia allo *European Corporate Governance Codes Network* che, su invito della Consob, ai tavoli sulla semplificazione della regolamentazione organizzati dall'autorità stessa.

4. L'evoluzione della normativa italiana in materia di governance

Contestualmente o successivamente all'approvazione dell'ultima edizione del Codice di Autodisciplina il panorama normativo nazionale si è arricchito di una serie di provvedimenti che hanno profondamente inciso sugli assetti di *governance* delle società italiane, quotate e non quotate.

Remunerazioni

La disciplina sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate è stata oggetto di interventi in sede di normativa primaria (art. 123-ter del Testo Unico della Finanza, di seguito

Tuf), di normativa secondaria (delibera Consob n. 18049/2011) e, come detto, di autodisciplina (art. 7, poi rinumerato 6, del Codice di Autodisciplina) per recepire le raccomandazioni comunitarie [2004/913/CE](#) e [2009/385/CE](#) in materia di remunerazione.

A livello legislativo, alla luce della delega contenuta all'art. 24 della legge [4 giugno 2010, n. 96](#) (legge comunitaria 2009), è stato adottato il [decreto legislativo 30 dicembre 2010, n. 259](#) (di seguito "Decreto"). Il Decreto, preceduto da una consultazione pubblica del Ministero dell'economia e delle finanze, ha dato attuazione ad alcuni principi contenuti nelle due raccomandazioni comunitarie che, nell'ottica di una ripartizione di competenze tra legislatore, Consob e Comitato, non erano stati recepiti in sede di autodisciplina; in particolare si tratta delle sezioni II (informazioni sulla politica delle remunerazioni) e III (informazioni sulla remunerazione dei singoli amministratori) della raccomandazione del 2004 e della sezione II, paragrafi 5 (informazioni sulla politica di remunerazione degli amministratori) e 6 (voto degli azionisti) della raccomandazione del 2009. La parte sulla struttura della politica sulle remunerazioni e i criteri per le remunerazioni basate su azioni (parr. 3 e 4 della sezione II della raccomandazione del 2009) non sono invece stati inclusi nel Decreto in quanto già recepiti in sede di autodisciplina (art. 7 del Codice).

Il Decreto ha introdotto quindi nel Tuf l'art. 123-ter che impone alle società quotate la pubblicazione di una relazione sulla remunerazione; il Decreto è entrato in vigore nel 2011 ma ha subordinato la presentazione della relazione sulla remunerazione all'entrata in vigore del regolamento attuativo, stabilendo che tale relazione dovesse essere presentata all'assemblea annuale di bilancio convocata nell'esercizio successivo a quello nel corso del quale entra in vigore il regolamento attuativo; poiché il regolamento Consob è entrato in vigore il 31 dicembre 2011, la relazione sulla remunerazione è stata redatta secondo la nuova disciplina e presentata nelle assemblee annuali di bilancio tenute nel 2012. In seguito a tali interventi normativi, la remunerazione degli amministratori di società quotate è quindi oggetto di un regime informativo specifico; la remunerazione deve figurare in una relazione, da pubblicare prima dell'assemblea annuale, che illustra sia i criteri utilizzati per la determinazione della remunerazione (politica sulle remunerazioni) sia i compensi a qualsiasi titolo corrisposti. La politica sulle remunerazioni è inoltre oggetto di delibera non vincolante da parte dell'assemblea degli azionisti.

Quote di genere

A livello legislativo, uno degli interventi di maggiore impatto sulla composizione degli organi amministrativi e di controllo delle società quotate e di quelle soggette a controllo pubblico si è avuto con l'introduzione delle regole volte a garantire un'equilibrata rappresentanza di entrambi i generi all'interno di tali organi, ad opera della [legge n. 120 del 12 luglio 2011](#). Tale legge, divenuta operativa, per le società quotate, a partire dal primo rinnovo degli organi di amministrazione e controllo successivo alla data del 12 agosto 2012, ha inteso perseguire l'obiettivo di favorire l'accesso alle cariche sociali da parte del "genere meno rappresentato", imponendo alle società quotate di prevedere, all'interno dei rispettivi organi di amministrazione e di controllo, un criterio di ripartizione che garantisca l'equilibrio tra generi, nella misura minima prevista dalla medesima legge (almeno un quinto dei componenti, approssimati per eccesso, in sede di primo mandato e almeno un terzo nei successivi due mandati).

Con la modifica degli art. 147-ter, comma 1-ter, e 148, comma 1-bis, del Testo Unico della Finanza, il legislatore ha inoltre 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”, attribuendo alla competenza della stessa la potestà sanzionatoria nei confronti delle violazioni del precetto legale.

In attuazione della suddetta delega, la Consob ha emanato la delibera n. 18098 dell’8 febbraio 2012 che introduce le conseguenti previsioni al Regolamento Emittenti, demandando all’autonomia statutaria delle società quotate l’individuazione delle modalità tecniche idonee al rispetto del criterio di riparto. In particolare, gli statuti devono prevedere:

(i) le modalità di coordinamento tra il sistema del voto di liste con il rispetto delle quote di genere;

(ii) 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;

(iii) i meccanismi con cui assicurare il rispetto delle quote di genere in caso di sostituzione in corso di mandato.

Le società quotate stanno provvedendo ad aggiornare i propri statuti sociali alle nuove disposizioni. È interessante notare come i principi contenuti nella nuova disciplina abbiano già trovato applicazione, su base volontaria, da parte di diverse società che hanno provveduto al rinnovo dei propri organi nella prima parte del 2012, in epoca antecedente all’entrata in vigore della legge n. 120, anche in applicazione dei nuovi principi del Codice di Autodisciplina, che enfatizzano il concetto della diversità, anche di genere, nella composizione del consiglio di amministrazione.

Divieto del cumulo di incarichi nel settore finanziario

Un altro provvedimento che ha inciso profondamente sulla composizione degli organi delle società quotate, quantomeno di quelle appartenenti al settore finanziario, è rappresentato dall’art. 36 del [decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201](#), convertito con modificazioni dalla [legge 22 dicembre 2011, n. 214](#), che ha introdotto nell’ordinamento italiano un regime di incompatibilità per gli esponenti di imprese e gruppi di imprese nel settore finanziario.

La nuova disciplina, volta a prevenire incroci che possano limitare la libera concorrenza tra imprese indipendenti, si applica ai titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e i funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari. A questi soggetti è vietato “assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti” (articolo 36, comma 1).

Ai fini dell’applicazione della norma, per concorrenti si intendono le imprese o i gruppi di imprese tra i quali non vi sono rapporti di controllo ai sensi dell’articolo 7 della [legge 10 ottobre 1990, n. 287](#) e che operano nei medesimi mercati del prodotto e geografici (comma 2).

I titolari di cariche tra loro incompatibili possono optare per una di esse entro il termine di novanta giorni dalla nomina. Se non rispettano il termine, decadono dall’insieme delle cariche tra loro incompatibili. La decadenza è dichiarata dagli organi competenti degli organismi interessati (dell’impresa o del gruppo) entro i trenta giorni successivi alla scadenza del termine di novanta giorni o al momento in cui vengono a conoscenza dell’inosservanza del divieto. In caso di inerzia di questi organi è previsto che la decadenza venga dichiarata dall’autorità di vigilanza di settore competente (comma 2-bis).

In sede di prima applicazione l’opzione tra le cariche incompatibili poteva essere esercitata entro centoventi giorni dall’entrata in vigore della legge di conversione, avvenuta il 28 dicembre 2011, quindi entro il 26 aprile 2012 (comma 2-ter). Da un’analisi effettuata da

Assonime sui comunicati stampa delle società quotate, risulta che 43 amministratori e 15 sindaci di società quotate (di cui 33 amministratori e 10 sindaci di società appartenenti all'indice FTSE-Mib) hanno rassegnato le proprie dimissioni in applicazione dell'art. 36.

L'incompatibilità prevista dall'art. 36 si pone in termini di complementarità rispetto alla raccomandazione, contenuta nell'art. 1.C.4, che disciplina la procedura di *best practice* che la società dovrebbe seguire nel caso in cui decidesse di derogare preventivamente al divieto di concorrenza disposto dall'art. 2390 c.c.. A tal fine l'art. 1.C.4 prevede un coinvolgimento attivo dell'organo amministrativo che dovrebbe valutare nel merito ciascuna fattispecie problematica e segnalare alla prima assemblea utile eventuali criticità: ciascun amministratore deve fornire, sia all'atto dell'accettazione della nomina che durante l'esercizio della carica, informazioni sulle eventuali attività esercitate in concorrenza con l'emittente. L'ambito di applicazione delle due previsioni è peraltro differente perché il Codice di Autodisciplina riguarda tutte le società quotate, incluse quelle non appartenenti al settore finanziario, mentre l'art. 36 riguarda le sole società finanziarie, anche se non quotate.

Semplificazioni in materia di controlli

Occorre, infine, ricordare che l'art. 14, comma 12, della [legge 12 novembre 2011, n. 183](#) (c.d. legge di stabilità per il 2012) ha previsto che, nelle società di capitali, il collegio sindacale, il consiglio di sorveglianza e il comitato per il controllo della gestione possano svolgere le funzioni dell'organismo di vigilanza di cui al comma 1, lettera b), del [decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231](#). La soluzione legislativa si colloca in un'ottica di razionalizzazione del sistema dei controlli che si presterebbe alla eliminazione di una duplicazione di funzioni dal momento che, in alcune realtà aziendali, l'attività dell'organismo di vigilanza potrebbe essere pienamente assolta dal collegio sindacale. Di tale elemento di semplificazione si è già tenuto conto in occasione della revisione del Codice di Autodisciplina, che, come si è evidenziato nel precedente paragrafo, auspica che gli emittenti valutino l'opportunità di attribuire al collegio sindacale le funzioni di organismo di vigilanza ex d.lgs. 231/2001 (commento all'articolo 7).

Le principali novità normative in materia di corporate governance per il settore bancario

La Banca d'Italia ha pubblicato l'11 gennaio 2012 un Provvedimento del Governatore dal titolo "[Applicazione delle disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche](#)".

Il documento evidenzia che numerose iniziative a livello internazionale pongono crescente enfasi sulla qualità del governo societario come requisito imprescindibile per assicurare una gestione sana e prudente⁹. Il documento, inoltre, precisa che le disposizioni sul governo societario già prevedono che gli organi di vertice siano tenuti a condurre periodiche autovalutazioni e che esse appaiono necessarie per assicurare che la funzionalità degli organi sia garantita nel continuo, nonché per individuare eventuali aree di criticità e porvi rimedio. È quindi essenziale che il processo di autovalutazione sia effettuato con rigore e profondità. Si richiamano pertanto le banche a porre specifica attenzione a questo adempimento. Le capogruppo e le banche non appartenenti a gruppi bancari hanno dovuto trasmettere alla

⁹ Da ultimo, le Linee Guida elaborate dall'EBA sul governo interno delle banche definiscono criteri per assicurare la presenza di organi aziendali e di funzioni di controllo interno efficienti; esse presentano, in alcuni limitati casi, un grado di dettaglio maggiore rispetto alla normativa nazionale e costituiscono quindi fin da ora – sia per le banche, sia per l'Autorità di vigilanza – criteri con i quali interpretare e valutare la corretta applicazione delle attuali disposizioni.

Banca d'Italia, entro il 31 marzo 2012, un documento nel quale fossero sintetizzati: le metodologie utilizzate per condurre il processo di autovalutazione; i profili oggetto di analisi; eventuali soggetti terzi coinvolti nella procedura di valutazione e le modalità con cui essi sono stati scelti; i principali risultati emersi e le azioni intraprese per rimediare ai punti di debolezza identificati.

La Banca d'Italia ha poi pubblicato il 4 settembre 2012 il documento di consultazione [“Disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche: sistema dei controlli interni, sistema informativo e continuità operativa”](#). La disciplina in consultazione propone, tra l'altro: di rafforzare il ruolo centrale del Sistema dei Controlli Interni (SCI), al quale vengono ricollegate anche materie finora non ad esso pertinenti; che il CdA (ovvero l'organo con funzione di supervisione strategica) sia chiamato a definire il livello di rischio tollerato, vale a dire sia il livello assoluto di rischio che una banca è disposta ad assumere, sia i limiti effettivi che essa pone pur nell'ambito di tale livello massimo; che il Consiglio di Amministrazione (ovvero l'organo con funzione di supervisione strategica) stabilisca procedure di allerta interna volte a permettere la segnalazione da parte dei dipendenti di eventuali disfunzioni dell'assetto organizzativo o del sistema dei controlli interni nonché di ogni altra irregolarità nella gestione della banca o violazione delle norme disciplinanti l'attività bancaria. La consultazione si è chiusa il 3 novembre 2012 e l'emanazione definitiva della disciplina è attesa entro l'anno¹⁰.

Infine, il 31 dicembre 2012 entrerà definitivamente in vigore la disciplina dettata nel 2011 dalla Banca d'Italia in materia di attività di rischio e conflitti di interesse nei confronti di soggetti collegati. La normativa disciplina tra l'altro le procedure dirette a preservare l'integrità dei processi decisionali nelle operazioni con tali soggetti, attribuendo a tal fine un ruolo rilevante agli amministratori indipendenti, coinvolti nella fase pre-deliberativa e chiamati ad esprimersi con un parere motivato in sede di delibera¹¹. È anche valorizzato il ruolo dell'organo con funzione di controllo.

Le principali novità in tema di Corporate governance per il settore assicurativo

Il 9 giugno 2011 è stato pubblicato il [regolamento ISVAP n. 39](#) che – tenendo conto degli orientamenti internazionali in materia di politiche di remunerazione, tra cui le Raccomandazioni della Commissione Europea n. 2009/384/CE e n.2009/385/CE del 30 aprile

¹⁰ La Banca d'Italia ha anche pubblicato il 2 gennaio 2012 un documento di [“Analisi delle modifiche statutarie delle banche di recepimento delle disposizioni di vigilanza in materia di corporate governance: tendenze di sistema e best practices osservate”](#) nel quale sono contenute informazioni sulle modifiche intervenute negli statuti per effetto del recepimento delle “Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche”, emanate dalla Banca d'Italia il 4 marzo 2008 e sono identificate, tra le diverse soluzioni organizzative osservate sul mercato, quelle che meglio realizzano gli obiettivi perseguiti dalle disposizioni.

¹¹ Per lo svolgimento dei compiti assegnati agli amministratori indipendenti, le banche costituiscono un comitato interno all'organo con funzione di supervisione strategica. Per le operazioni “di minore rilevanza” tale comitato deve essere costituito da amministratori non esecutivi, almeno la maggioranza dei quali indipendenti. Per le operazioni di “maggiore rilevanza” il comitato deve essere costituito esclusivamente da amministratori indipendenti. Fermo il rispetto dei suddetti criteri di composizione, il comitato può coincidere con il comitato per il controllo interno previsto dalle disposizioni sul governo societario. Ove non sia presente un sufficiente numero di amministratori in possesso dei necessari requisiti, i compiti sono svolti singolarmente dall'unico amministratore indipendente o congiuntamente nel caso in cui ve ne siano due. Nelle banche che adottano il modello di amministrazione e controllo dualistico, i compiti attribuiti agli amministratori indipendenti sono svolti dai consiglieri indipendenti presenti nel consiglio di sorveglianza; se a quest'organo non sono state assegnate funzioni di supervisione strategica (ex 2409-terdecies, co. 1, lett. f-bis, c.c.), i compiti sono svolti dai consiglieri di gestione indipendenti.

2009, gli indirizzi del FSB, della IAIS e dell'EIOPA - detta principi in materia di politiche di remunerazione delle imprese di assicurazione con l'obiettivo di assicurare l'adozione di sistemi retributivi coerenti con i principi affermatasi a livello internazionale in risposta alla crisi finanziaria. L'obiettivo dichiarato è quello di assicurare che le imprese finanziarie, e tra queste quelle assicurative, adottino sistemi di remunerazione coerenti con la sana e prudente gestione dei rischi, evitando incentivi che possano incoraggiare eccessive assunzioni di rischi. Secondo l'ISVAP, infatti, l'allineamento delle politiche retributive agli interessi di lungo termine dell'impresa contribuisce al rafforzamento della tutela degli interessi degli *stakeholders*, inclusi gli assicurati, e alla stabilità del mercato.

In attuazione degli artt. 76 e 77 del Codice delle assicurazioni private, è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 9 gennaio 2012, s.g. n. 6, il [D.M. 11 novembre 2011, n. 220](#), "Regolamento recante i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali, nonché i requisiti di onorabilità dei titolari di partecipazioni".

In data 8 novembre 2012, è stato pubblicato il provvedimento dell'ISVAP n. 3020 che, tenuto conto di quanto previsto dall'*Insurance Core Principle* n. 7 della IAIS, relativo ai principi di "*corporate governance*", integra le disposizioni di cui al Capo II, Sezione II ("*Ruolo degli organi sociali*") e al Capo VII ("*Obblighi di comunicazione all'Isvap*") del Regolamento ISVAP n. 20 del 26 marzo 2008. In particolare sono previsti: ulteriori e specifici compiti in capo all'organo amministrativo, soprattutto in materia di deleghe, formazione e *self assessment*, al fine di migliorare, nell'ambito dei compiti di indirizzo strategico e organizzativo dell'Organo amministrativo di cui all'art. 2381 c.c., l'efficienza del processo gestionale e la valutazione dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo dell'impresa; la predisposizione di una informativa periodica estesa ad aspetti di governo societario¹². L'organo amministrativo, inoltre, dovrà ora assicurare che la relazione sul sistema dei controlli interni e di gestione dei rischi illustri in modo adeguato la struttura organizzativa dell'impresa e rappresenti le ragioni che rendono tale struttura idonea ad assicurare la completezza, la funzionalità ed efficacia del sistema dei controlli interni e di gestione dei rischi.

5. L'evoluzione della disciplina europea

Nel corso degli ultimi anni, numerosi interventi del legislatore comunitario hanno arricchito il panorama europeo in materia di *corporate governance*. In alcuni casi, le nuove regole sono state inserite in Direttive che hanno richiesto un intervento di trasposizione dei legislatori nazionali¹³, in altri casi, la scelta del legislatore comunitario è stata quella di intervenire

¹² Più in particolare l'organo amministrativo dovrà: assicurare un aggiornamento professionale continuo, esteso anche ai componenti dell'organo stesso, predisponendo, altresì, piani di formazione adeguati ad assicurare il bagaglio di competenze tecniche necessario per svolgere con consapevolezza il proprio ruolo nel rispetto della natura, dimensione e complessità dei compiti assegnati e preservare le proprie conoscenze nel tempo; effettuare, almeno una volta l'anno, una valutazione sulla dimensione, sulla composizione e sul funzionamento dell'organo amministrativo nel suo complesso, nonché dei suoi comitati, esprimendo orientamenti sulle figure professionali la cui presenza nell'organo amministrativo sia ritenuta opportuna e proponendo eventuali azioni correttive.

¹³ In materia di *corporate governance*, la Direttiva 2006/46/CE del 14 giugno 2006 ha richiesto la pubblicazione di una dichiarazione annuale sul governo societario che contenga una serie di informazioni, al fine di armonizzare, a livello europeo, la trasparenza in di *corporate governance*. Quanto alla revisione contabile, la Direttiva 2006/43/CE del 16 maggio 2006 ha richiesto agli enti di interesse pubblico di costituire un comitato per il controllo interno e per la revisione contabile, cui attribuire specifiche funzioni di vigilanza. Con la Direttiva 2007/36/CE sono state adottate regole vincolanti in materia di diritti degli azionisti di società quotate.

attraverso Raccomandazioni¹⁴, lasciando quindi ai singoli Stati membri la scelta dello strumento giuridico più efficace per il recepimento dei nuovi principi.

I nuovi principi in materia di *corporate governance* hanno modificato significativamente il quadro legislativo di riferimento degli Stati membri. La revisione del Codice da parte del Comitato è dipesa, tra l'altro, proprio dall'esigenza di garantire un allineamento all'evoluzione legislativa comunitaria e alla normativa nazionale derivante dalla trasposizione di direttive e raccomandazioni.

Il quadro normativo comunitario è tuttavia in continua evoluzione.¹⁵

Dopo la pubblicazione, nel 2010, del [Green Paper sulla corporate governance delle istituzioni finanziarie e sulle politiche di remunerazione](#), la Commissione europea ha sottoposto a pubblica consultazione il [Green Paper sulla corporate governance delle società quotate](#) (di seguito *Green Paper*), al fine di sollecitare una riflessione sull'evoluzione dell'assetto delle regole europee in materia¹⁶. La consultazione si è conclusa nel luglio 2011 e ha ricevuto 409 risposte provenienti da pubbliche autorità, privati professionisti e associazioni di categoria. Sulla base delle osservazioni ricevute, la Commissione sta per pubblicare un Piano di Azione che dovrebbe delineare le future misure in materia.

Il *Green Paper* è suddiviso in tre capitoli, dedicati ai seguenti temi: (i) il ruolo del consiglio di amministrazione e le misure idonee a garantire l'efficacia del suo operato; (ii) il ruolo degli azionisti, con particolare riferimento alle misure volte ad incoraggiarne la partecipazione attiva alla vita della società in una prospettiva di lungo termine, e la tutela degli azionisti di minoranza; (iii) il rafforzamento del meccanismo del *comply or explain* in caso di adesione a codici di *corporate governance*, con particolare attenzione alla qualità delle informazioni e al *monitoring*.

Il Comitato per la Corporate Governance ha posto una particolare attenzione allo studio e all'analisi del *Green Paper*. Il documento ha rappresentato un utile punto di riferimento per i lavori di aggiornamento del Codice di Autodisciplina; molti degli spunti contenuti nel *Green Paper* sono stati recepiti nei lavori del Comitato e trovano una compiuta indicazione all'interno del nuovo Codice.

¹⁴ Un nutrito gruppo di raccomandazioni è stato introdotto in materia di remunerazione degli amministratori: le raccomandazione sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari (Raccomandazione 2009/384/CE) e sulla remunerazione degli amministratori delle società quotate (Raccomandazione 2009/385/CE), che ha integrato la precedente raccomandazione 2004/913/CE; la raccomandazione sul ruolo degli amministratori non esecutivi e indipendenti (2005/162/CE).

¹⁵ A tal proposito la Commissione europea ha presentato, il 14 novembre scorso, una [proposta di direttiva](#) volta a promuovere a livello europeo l'equilibrio tra i generi nei consigli delle società quotate. Lo schema di direttiva richiede alle società quotate l'adozione di misure che consentano il raggiungimento dei seguenti obiettivi: (i) la soglia minima del 40% del genere meno rappresentato tra gli amministratori senza incarichi esecutivi da raggiungere entro il 2020 (entro il 2018 per le società quotate soggette a controllo pubblico); (ii) promuovere in via autoregolamentare l'equilibrio tra i generi anche tra gli amministratori esecutivi; anche in questo caso l'obiettivo dovrà essere raggiunto entro il 2020 (2018 per le pubbliche). Qualora la percentuale del 40% non sia raggiunta, la società è invitata a fornire le ragioni che hanno impedito la realizzazione dell'obiettivo e a illustrare le misure adottate (o che intende adottare) per superare il relativo impedimento.

¹⁶ Contestualmente alla diffusione del *Green Paper*, è stato pubblicato il [Rapporto del Reflection Group](#), gruppo di esperti nominato dalla Commissione per individuare alcune linee guida per l'evoluzione futura del diritto societario europeo. In materia di *corporate governance*, il *Reflection Group* rinvia al Libro verde della Commissione e affronta in modo specifico il tema della necessità di incentivare le prospettive di investimento di lungo termine, con raccomandazioni in materia di *long-term ownership*, investitori istituzionali, identificazione degli azionisti ed esercizio del diritto di voto.

Di seguito si illustrano i principali contenuti del *Green Paper*.

Il Consiglio di amministrazione

Il primo dei temi affrontati dal *Green Paper* riguarda la disciplina del Consiglio di amministrazione, e specificamente: (i) composizione e funzionamento del *board* e misure idonee a garantire efficacia ed efficienza del suo operato, (ii) regime delle remunerazioni e (iii) gestione del rischio.

Con riguardo al primo profilo, il *Green Paper* presta una particolare attenzione al tema della diversità della componente non esecutiva del *board*, evidenziando che una migliore operatività dell'organo gestorio può essere garantita attraverso la presenza di soggetti dotati di profili di diversità professionale, di internazionalità (intesa anche come esperienza maturata all'estero) oltretutto di genere diverso. Tra gli elementi idonei a rafforzare l'autorevolezza e il funzionamento del *board*, il *Green Paper* richiama, quale caratteristica soggettiva di una parte del *board*, il criterio dell'indipendenza¹⁷.

Tra gli elementi idonei a valutare se ricorre un'effettiva diversità soggettiva dei componenti del *board*, e, indirettamente a misurare il funzionamento del *board* e dei suoi componenti, il *Green Paper* sollecita il ricorso allo strumento della *board evaluation*.

Sempre nell'ottica di proporre misure finalizzate a migliorare il funzionamento del Consiglio di amministrazione, il *Green Paper* solleva la questione di prevedere a livello comunitario, la separazione tra *Chairman e Chief Executive Officer*, ricordando come il divieto di cumulo di incarichi tra presidente e CEO costituisca, nel dibattito internazionale, uno dei punti di rilievo per garantire una maggiore indipendenza del *board*.

Infine, tra le misure che possano contribuire a migliorare la partecipazione della componente non esecutiva all'interno del Consiglio di amministrazione, il documento solleva la questione sull'opportunità di limitare il numero di incarichi che ciascun amministratore può assumere.

Regime delle remunerazioni

Il secondo profilo affrontato dal *Green Paper* riguarda il tema della remunerazione degli amministratori. Questo tema, anche a causa della crisi finanziaria, è stato oggetto, in tempi recenti, di una particolare attenzione da parte del legislatore comunitario che ha adottato nell'aprile 2009, due raccomandazioni rispettivamente, sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari ([Raccomandazione 2009/384/CE](#)) e sulla remunerazione degli amministratori delle società quotate ([Raccomandazione 2009/385/CE](#)). Quest'ultima raccomandazione integra le precedenti del 2004 ([Raccomandazione 2004/913/CE](#)) e del 2005 sulla remunerazione e sul ruolo degli amministratori non esecutivi nelle società quotate ([Raccomandazione 2005/162/CE](#)).

Tre risultavano i principi fondamentali della raccomandazione del 2004 sulla remunerazione: (i) necessità di un regime informativo sui criteri utilizzati dalle società per la determinazione della politica di remunerazione e sui compensi individualmente corrisposti agli amministratori; (ii) applicazione del c.d. principio “*say on pay*” e correlato voto (vincolante o

¹⁷ Anche il Rapporto del *Reflection Group* si sofferma sul ruolo degli amministratori indipendenti e, in particolare, sulla nozione di indipendenza, invitando la Commissione europea a svolgere un esame approfondito sull'effettività della funzione svolta dagli amministratori indipendenti e sui criteri più idonei a definire la nozione di indipendenza, sia con riferimento alla società sia con riferimento agli azionisti.

consultivo) degli azionisti sulla politica sulla remunerazione; (iii) approvazione preventiva dei soci sui piani di compenso basati su azioni.

La raccomandazione del 2005, che disciplinava il ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi, suggeriva, tra gli altri aspetti, l'opportunità di creare un comitato indipendente per le remunerazioni.

Le raccomandazioni europee del 2009 si focalizzavano, invece, su alcuni specifici criteri per la determinazione della remunerazione, quali, le componenti variabili e fisse, la dilazione nel tempo delle componenti variabili e la determinazione dell'importo massimo per il trattamento di fine rapporto.

Alcune relazioni della Commissione hanno evidenziato che alcuni Stati membri non hanno adeguatamente disciplinato la materia. In occasione del *Green Paper*, la Commissione ha sollevato la questione circa la necessità di prevedere un'obbligatoria *disclosure* della *policy* adottata in materia di remunerazione, del *remuneration report* e dei singoli compensi erogati agli amministratori. Infine, la Commissione si è interrogata sulla necessità di prevedere un voto obbligatorio sulla *policy* e sul *remuneration report*, senza tuttavia chiarire se tale voto debba essere vincolante o meramente consultivo.

Gestione dei rischi

L'ultimo profilo affrontato nel *Green Paper* nel paragrafo dedicato al Consiglio di amministrazione riguarda il tema dei rischi. La gestione del rischio ha assunto un ruolo determinante nelle variabili dei profili di organizzazione delle società.

Il quadro normativo europeo al riguardo già prevedeva alcuni principi fondamentali volti a consentire un controllo sul sistema dei rischi. Il Libro Verde si occupa del tema dei rischi enfatizzando la necessità che ciascuna società sviluppi un adeguato ed efficace sistema per monitorare e gestire i principali rischi ai quali è esposta, in relazione all'attività al settore in cui opera. Il Libro Verde ha posto l'attenzione sulla necessità che l'organo amministrativo sia il soggetto competente a definire i profili di rischio da assumere e ne sia il diretto responsabile.

Il tema è stato esaminato anche nel Rapporto del *Reflection Group*¹⁸, nel quale si afferma che l'identificazione e la gestione dei rischi dovrebbe essere sistematicamente affrontata dal *management* sotto la supervisione del consiglio d'amministrazione, che deve poi riferire agli azionisti con la relazione sul governo societario. Il Rapporto raccomanda quindi di estendere l'obbligo d'informazione sulla gestione del rischio, andando oltre i profili strettamente connessi al processo di informativa finanziaria richiesti dalla direttiva [2006/46/CE](#), e di affrontare il tema della responsabilità degli amministratori in una raccomandazione.

Gli azionisti

Il secondo capitolo del *Green Paper* è dedicato al ruolo degli azionisti. Partendo dall'assunto che l'assenza di *monitoring* da parte degli azionisti ha favorito la deresponsabilizzazione degli amministratori e l'assunzione di eccessivi rischi, il documento pone l'attenzione su possibili strumenti da adottare per favorire una più attiva partecipazione degli azionisti e per rendere più efficiente la *governance* delle società quotate.

¹⁸ Cfr. pag. 39 e ss..

Ruolo attivo degli azionisti

Un primo profilo affrontato nel *Green Paper* è quello dell'attivismo degli azionisti. Un maggior impegno degli azionisti si traduce in diverse attività: dalla sorveglianza attiva sulla gestione della società al dialogo con il consiglio di amministrazione, all'esercizio dei diritti propri degli azionisti, primo fra tutti quello di voto, a forme di cooperazione con gli altri azionisti. A tal fine, la Commissione richiamando l'esperienza inglese dello *Stewardship Code*, adottato nel 2010 dal *Financial Reporting Council*, sottolinea l'importanza di un *engagement* degli investitori istituzionali verso le società in cui investono, quale strumento volto a migliorare i loro doveri fiduciari verso la loro clientela.

La Commissione evidenzia, poi, la rilevanza di un impegno attivo degli investitori (sia a lungo che a breve termine) verso le società in cui investono, non solo attraverso la partecipazione alle assemblee e l'esercizio del diritto di voto, ma in ogni fase della vita della società, mediante l'instaurazione di un dialogo tra azionisti ed emittenti. La trasparenza *ex ante* delle politiche di voto e la verifica *ex post* di come il voto sia stato effettivamente esercitato in assemblea sono un tassello importante della *corporate governance*.

Proxy advisors

Tra le misure idonee a favorire l'attivismo degli azionisti la Commissione europea segnala anche una migliore regolazione della disciplina dei consulenti in materia di voto. L'attività dei *proxy advisors*, molto diffusa negli Stati Uniti, si sta estendendo anche in Europa. A tali figure fanno frequente ricorso gli investitori istituzionali in possesso di portafogli titoli estremamente diversificati che spesso incontrano difficoltà pratiche nel momento in cui devono decidere come votare sui singoli punti iscritti all'ordine del giorno delle assemblee generali delle società partecipate, localizzate in diversi Stati membri.

La Commissione europea, in occasione della pubblicazione del *Green Paper*, ha espresso motivi di preoccupazione rispetto all'influenza esercitata da questi consulenti in materia di voto, non solo perché gli investitori e le società partecipate hanno espresso a loro volta preoccupazione sull'insufficiente trasparenza dei consulenti in merito ai metodi utilizzati per la preparazione delle raccomandazioni di voto, ma anche perché i *proxy advisors* possono essere soggetti a conflitti di interesse. Il documento della Commissione si interroga dunque sull'opportunità di obbligare i consulenti ad una maggiore trasparenza in materia di politiche di voto.

In alcuni Stati membri esistono iniziative in materia di *proxy advisors*: in Francia, l'AMF ha adottato una Raccomandazione specifica sui consulenti di voto nel 2011; nel Regno Unito, il tema è affrontato nell'ambito dello *Stewardship Code* del FRC; in Olanda, la questione è trattata nel codice di autodisciplina delle società quotate.

Il 22 marzo 2012, l'ESMA ha pubblicato un [documento di consultazione](#) sull'attività dei *proxy advisors* in Europa allo scopo di raccogliere informazioni e orientamenti e valutare l'opportunità di un intervento regolamentare a livello europeo sul tema.

Identificazione degli azionisti

Tra gli aspetti oggetto di approfondimento in sede di *Green Paper* rientra il possibile inserimento di una disposizione a livello europeo che consenta alle società di identificare i propri azionisti. La possibilità di identificare l'azionariato, prevista in molti paesi europei, consentirebbe alle società di instaurare un dialogo costante con gli azionisti che diventano

destinatari diretti di tutte le rilevanti informazioni, superando tutte quelle problematiche collegate ai flussi informativi derivanti dalla catena di intermediazione; essa offre agli azionisti medesimi la possibilità di cooperare ed aggregarsi per esercitare i diritti garantiti alle minoranze qualificate, rafforzati dalla [direttiva 2007/36/CE](#).

Tutela delle minoranze

Il *Green Paper* pone un'attenzione sul possibile rafforzamento degli azionisti di minoranza, sottolineando la difficoltà a rappresentare efficacemente i loro interessi. Il *Green Paper* cita l'esempio italiano che consente l'elezione di rappresentanti di minoranza mediante l'applicazione del voto di lista e si interroga sulla opportunità di valorizzare a livello comunitario tale modello quale strumento idoneo a garantire nel *board* una rappresentanza di diretta espressione della minoranza.

Tra gli strumenti di tutela idonei a garantire una maggiore tutela degli azionisti di minoranza, il *Green Paper* pone l'attenzione sulla necessità di rafforzare la disciplina volta a ridurre i conflitti di interesse derivanti dalla realizzazione di operazioni con parti correlate. Il documento affida ad un esperto indipendente l'emanazione di un parere su termini e condizioni delle operazioni con parti correlate e propone di assoggettare l'approvazione delle operazioni significative all'assemblea.

Il funzionamento del principio del *comply or explain*

L'ultimo capitolo del *Green Paper* riguarda il funzionamento del meccanismo del *comply or explain* in caso di adesione a codici di autodisciplina. Secondo tale principio, una società che decide di discostarsi da una raccomandazione del codice di governo societario al quale aderisce deve fornire motivazioni precise, specifiche e dettagliate. Tale approccio è stato confermato dallo stesso legislatore comunitario che, con l'approvazione della Direttiva [2006/46/CE](#), ha richiesto di pubblicare una relazione sul governo societario nella quale indicare, tra le altre cose, se si sia adottato un codice di autodisciplina e di riferire in merito alla sua applicazione sulla base del principio del *comply or explain*.

L'approccio del *comply or explain* è fortemente sostenuto dalle autorità di regolamentazione, dalle stesse società e dagli investitori, come dimostra uno studio pubblicato nel 2009 sui sistemi di monitoraggio e di controllo dell'applicazione dei codici di governo societario negli Stati membri. La stessa ricerca ha però evidenziato carenze di rilievo nell'attuazione del principio del *comply or explain*. In particolare, è emerso che, in più del 60% dei casi, le società che decidono di non adottare alcune delle raccomandazioni del codice di riferimento, non forniscono soddisfacenti motivazioni.

In sede di *Green Paper* ci si è dunque interrogati sulla necessità di richiedere alle società che decidano di non aderire a una o più raccomandazioni del codice di fornire dettagliate motivazioni e di descrivere le soluzioni alternative adottate.

La questione dell'eshaustività dell'informazione trova il necessario completamento nella necessità di individuare un soggetto al quale affidare un'attività di *monitoring* sulla reale applicazione dei codici. Anche riguardo a questo profilo, la Commissione europea si è interrogata sull'opportunità di istituire un soggetto *ad hoc* chiamato a svolgere tale funzione. Il panorama europeo sul punto appare alquanto variegato: alcuni Stati membri affidano l'attività di monitoraggio in capo alle Autorità di Vigilanza, altri ordinamenti hanno istituito commissioni di natura privata o di nomina governativa con analoghe funzioni di

monitoraggio. Il tema del *monitoring* e delle soluzioni adottate nei singoli ordinamenti sarà affrontato nel successivo paragrafo.

6. La struttura dei comitati di corporate governance e il monitoraggio dei codici di autodisciplina in Europa

A partire dagli anni novanta si è registrata in Europa una crescente diffusione di comitati per la *corporate governance*, variamente organizzati, e di codici di autodisciplina, basati sul meccanismo del *comply or explain*. Tali codici rappresentano lo strumento attraverso il quale raccogliere principi, elaborati dalla prassi societaria, che consentono di modulare le scelte organizzative e i processi decisionali e di controllo della gestione d'impresa e che non si prestano, per la loro particolare duttilità, ad essere cristallizzati nelle maglie legislative.

Con il recepimento della direttiva 2006/46/CE, gli Stati membri hanno comunque adottato, a livello legislativo, l'obbligo di informare il mercato in merito all'adozione di un codice di autodisciplina vigente. In alcuni ordinamenti (Spagna e Portogallo), il principio è stato adottato in maniera più stringente, obbligando le società a riportare, nella relazione sul governo societario, il livello di adesione alle singole raccomandazioni del codice e legittimando interventi sanzionatori da parte delle stesse autorità di vigilanza¹⁹.

La Segreteria Tecnica del Comitato ha effettuato una ricognizione sull'esistenza e sui meccanismi di funzionamento dei soggetti che predispongono e/o aggiornano i codici di autodisciplina e/o effettuano un monitoraggio sulla loro applicazione. Nell'allegato 2 è riportata una tabella sintetica che riassume le informazioni raccolte su un numero limitato, ma sufficientemente rappresentativo, di Stati membri (Belgio, Francia, Germania, Gran Bretagna, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Portogallo, Spagna e Svezia).

Con riguardo a ciascuno Stato, sono stati approfonditi i seguenti profili:

(i) l'individuazione del soggetto competente per la codificazione delle *best practice* in materia di *corporate governance*, nonché la struttura, le regole di funzionamento e le principali attività dello stesso;

(ii) l'esistenza di forme di monitoraggio sullo stato di adesione al codice da parte delle società quotate.

Con riguardo al primo profilo, l'evoluzione e la promozione dello sviluppo dei principi di *corporate governance* è condotta, nella maggior parte dei casi, da soggetti che assumono la veste di comitati.

La natura di tali comitati si presenta molto variegata e ciò inevitabilmente incide sulle regole di funzionamento e composizione, sia numerica, sia qualitativa. In alcuni casi, i comitati presentano la forma di strutture private: ciò avviene in Belgio e in Svezia, così come in Italia. In Francia, lo sviluppo della *corporate governance* e l'adozione del codice sono stati promossi dalle due principali associazioni di categoria (*Afep* e *Medef*), anche se non è stato mai formalmente costituito un comitato *ad hoc*. In altri ordinamenti, come la Germania e l'Olanda, i comitati hanno natura pubblicistica, in particolare perché i componenti sono di nomina ministeriale. Nel Regno Unito, esiste il *Financial Reporting Council*, un *independent*

¹⁹ La Commissione europea ha pubblicato, inoltre, prima dell'emanazione del *Green Paper*, uno studio comparato sul funzionamento del meccanismo del *comply or explain* e sull'esistenza e le modalità del *monitoring* sull'applicazione dei codici di autodisciplina: "[Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States](#)", Riskmetrics et alii for the European Commission, 2009.

regulator, il cui *Chairman* e *Deputy Chairman* sono nominati dal *Secretary of State for Business Innovation and Skills*. In altri ordinamenti, la promozione e lo sviluppo dei codici sono gestiti dalle Autorità di vigilanza dei mercati (Spagna e Portogallo) o dalla Borsa (Lussemburgo).

Il secondo profilo di indagine riguarda il *monitoring* sull'applicazione dei codici. Il panorama europeo sul punto appare alquanto variegato ed è difficile tracciare una classificazione in relazione alle modalità di realizzazione.

In alcuni casi l'attività di *monitoring* è svolta dallo stesso organismo che ha pubblicato il codice. È questo il caso della Svezia; nel Regno Unito, a partire dal 2011, il *Financial Reporting Council*, oltre all'aggiornamento del codice, procede alla pubblicazione di un rapporto sintetico sullo stato di adesione al codice, basato in gran parte su analisi specifiche pubblicate da soggetti privati; la stessa valutazione può essere fatta con riguardo all'Olanda, in cui, il *Corporate Governance Code Monitoring Committee*, oltre a effettuare un'attività di aggiornamento del codice, procede annualmente al monitoraggio sullo stato di attuazione del codice e alla pubblicazione di un *report*.

Altrove tale coincidenza viene a mancare. È questo il caso della Germania in cui l'attività di *monitoring* è svolta dal *Berlin Centre of Corporate Governance*, che pubblica, con cadenza annuale, un rapporto sintetico, privo di riferimenti nominativi alle società, sul livello di adesione al codice. In Italia, un'analisi sul livello di adesione al codice è svolta annualmente, a partire dal 2001, da parte di Assonime ed Emittenti Titoli.

In alcuni Stati membri, ricorre una duplice forma di *monitoring*. Al monitoraggio effettuato da autorità pubbliche, si affiancano le analisi pubblicate da entità di natura privata: è questo il caso della Francia in cui, accanto alle due principali associazioni di categoria (*Afep-Medef*) che procedono annualmente alla pubblicazione di un rapporto sulla *governance* delle società quotate che appartengono all'indice SBF 120, l'Autorità dei mercati finanziari realizza annualmente un rapporto su un campione di 60 società appartenenti agli indici CAC 40 e SBF 120. Analogo meccanismo trova applicazione in Belgio, in cui l'attività di *monitoring* è svolta da due soggetti privati (*Feb* e *Guberna*), che pubblicano un documento di sintesi sulla relativa adesione, e dall'Autorità di vigilanza belga – FSMA – che pubblica un *report* sul livello di adesione al codice.

Alcuni Stati membri affidano l'attività di vigilanza alle autorità pubbliche. È questo il caso dei Paesi c.d. iberici. Sia in Portogallo²⁰ che in Spagna, le Autorità di vigilanza, oltre a redigere i codici di autodisciplina vigenti, pubblicano un loro *report*, che contiene in forma sintetica le modalità di adesione alle singole raccomandazioni dei codici, completato da una tabella che riporta informazioni più dettagliate riferibili alle singole società.

In Lussemburgo, il *Luxembourg Stock Exchange* procede, annualmente, alla pubblicazione di un *report* nel quale vengono riassunti i principali risultati dell'attività di monitoraggio condotta sulla base delle relazioni di governo societario degli emittenti.

Quanto ai rapporti, a diverso titolo, pubblicati dai soggetti incaricati di effettuare il *monitoring* sullo stato di adesione al codice, si possono formulare le seguenti considerazioni. I rapporti vengono di norma pubblicati a cadenza annuale, i dati vengono forniti in forma anonima e, tipicamente, aggregata. I documenti forniscono informazioni sintetiche sulle modalità, descritte dalle singole società nelle relazioni di *corporate governance*, con cui vengono adottate le raccomandazioni dell'autodisciplina. Nelle ipotesi in cui l'attività di

²⁰ In Portogallo, anche l'associazione delle imprese emittenti AEM (*Associação de empresas emittentes de valores cotados em mercado*) pubblica uno studio sul grado di *compliance* al Codice, commissionato all'*Universidade Católica Portuguesa*.

monitoring è effettuata dalle autorità di vigilanza, le informazioni, spesso nominative, si riferiscono a profili di carattere oggettivo in merito ai principi che i singoli emittenti hanno adottato o hanno omesso di adottare.

L'analisi ha costituito l'occasione per porre attenzione al tema degli investitori istituzionali e al loro coinvolgimento nelle fasi che scandiscono la vita della società. Come si è visto, il ruolo attivo degli azionisti rappresenta uno dei profili affrontati nel *Green Paper* che si interroga sulle misure da adottare per agevolarne lo sviluppo. A livello europeo, appare ancora poco diffuso l'utilizzo di codici che forniscano raccomandazioni rivolte agli investitori istituzionali riguardo a un loro impegno attivo con le società quotate; peraltro, nei codici di *corporate governance* si possono talvolta trovare raccomandazioni in tal senso. Nell'allegato 2 sono sintetizzati anche i contenuti di alcuni dei principali codici diffusi a livello europeo. Nel Regno Unito, dopo la *Walker Review* del 2009, il *Financial Reporting Council* ha pubblicato un codice (*Stewardship Code*) rivolto, in prima battuta, alla platea degli investitori istituzionali e, ove utilizzati, ai *proxy advisor* e consulenti. Scopo del codice è quello di promuovere il successo delle società nel lungo periodo e di consentire una gestione effettiva da parte degli investitori istituzionali. Lo *Stewardship Code* si compone di una serie di principi la cui applicazione dovrebbe agevolare gli investitori istituzionali nell'esercizio del loro mandato in funzione del rapporto fiduciario con i propri clienti. In particolare, è raccomandato agli investitori istituzionali, tra le altre cose, 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 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.

Nel 2011, l'associazione dei fondi europei (*Efama*) ha pubblicato un insieme di principi per migliorare la partecipazione dei fondi nelle società oggetto di investimento. I principi sono tesi a rafforzare e incrementare il livello di comunicazione con la società oggetto di investimento e si presentano molto simili a quelli contenuti nello *Stewardship Code* inglese.

Codici rivolti a investitori istituzionali trovano applicazione anche in altri Paesi europei. In Lussemburgo la *Association of the Luxemburg Fund Industry* ha redatto un codice per i fondi di investimento, che si compone di un insieme di principi, rivolti al consiglio di amministrazione, al fine di delineare le *best practice* in merito alla gestione del fondo di investimento. In Germania, trova applicazione un codice di *corporate governance* rivolto agli investitori istituzionali, elaborato da un gruppo di lavoro composto da esperti e accademici; il codice fissa le *best practice* sull'esercizio dei diritti degli azionisti e sulla partecipazione alle assemblee.

In Italia Assogestioni ha pubblicato un Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti di interessi. Il Protocollo elenca una serie di raccomandazioni in tema di identificazione dei conflitti di interessi e di misure e procedure per la loro efficiente gestione e si rivolge alle *società di gestione del risparmio* (Sgr) e alle *società di investimento a capitale variabile* (SICAV) aderenti ad Assogestioni. Assogestioni pubblica un'analisi dello stato di adozione del Protocollo.

Appendice 1. Regole di funzionamento del Comitato per la Corporate Governance

1. Il Comitato per la Corporate Governance (il “Comitato”) è promosso da Abi, Ania, Assogestioni, Assonime, Confindustria (le “Associazioni”) e Borsa Italiana (complessivamente i “Promotori”).

2. Il Comitato ha sede presso la sede sociale di Borsa Italiana in Milano, Piazza degli Affari 6.

3. Scopo del Comitato è la promozione del buon governo societario nella comunità finanziaria, attraverso l’aggiornamento del Codice di Autodisciplina delle Società Quotate (il “Codice”), nonché attraverso ogni altra iniziativa di carattere istituzionale, scientifico, informativo, o promozionale che possa rafforzare la credibilità del Codice.

4. Il Comitato è composto da:

- n. 1 rappresentante di vertice di ciascuna Associazione;
- fino a n. 3 membri designati da ciascuna Associazione, scelti tra i vertici di società quotate/società di gestione aderenti a ciascuna Associazione;
- fino a n. 2 rappresentanti di vertice di Borsa Italiana.

Ogni membro dura in carica 3 anni e può essere riconfermato. In caso di cessazione anticipata è sostituito su designazione del Promotore che lo aveva designato.

5. Il Comitato nomina al suo interno un Presidente, che ne coordina i lavori e lo rappresenta di fronte ai terzi, e un Vice Presidente. Inoltre può nominare un Segretario, anche esterno, affinché assista il Comitato stesso e il Presidente nello svolgimento della loro attività. Il Presidente, sentiti i Promotori, può invitare a partecipare al Comitato altri esponenti di rilievo delle società quotate, in numero massimo di due, che durano in carica 3 anni.

6. Le riunioni del Comitato sono convocate dal Presidente mediante comunicazione scritta, da inviarsi a mezzo e-mail, contenente il luogo, la data e l’ora della riunione nonché l’elenco delle materie da trattare. La partecipazione alle riunioni può avvenire anche per video o tele conferenza. I rappresentanti di vertice di ogni Associazione possono farsi sostituire dal Direttore Generale della propria organizzazione. I membri che non possono intervenire alle riunioni possono manifestare il loro consenso alle proposte preventivamente formulate dal Presidente mediante comunicazione da inviarsi per e-mail. L’approvazione del Codice e delle relative modifiche avviene normalmente per consenso e comunque con la maggioranza di almeno tre quarti dei presenti, purché rappresenti la maggioranza dei membri in carica.

7. Il Comitato si riunisce almeno una volta l’anno per esaminare la relazione sull’attività svolta, predisposta dal Presidente, e per approvare il piano delle attività future.

8. Il Comitato si avvale per le sue elaborazioni di una Segreteria Tecnica, di cui nomina il coordinatore, composta da un rappresentante per ciascun Promotore e dal segretario del Comitato. I membri della Segreteria Tecnica assistono alle riunioni del Comitato.

9. Il Comitato può anche avvalersi di esperti della materia, in massimo numero di tre, i quali forniranno i propri avvisi sull’aggiornamento del Codice, in linea con le migliori pratiche internazionali. Potrà anche consultare altri soggetti interessati, associazioni, ordini professionali, studiosi, sulle materie oggetto del Codice di Autodisciplina.

10. I membri del Comitato sono tenuti alla riservatezza. Eventuali comunicazioni sull’andamento dei lavori sono approvate dal Comitato e pubblicate a cura di Borsa Italiana.

Appendice 2. Tabelle di sintesi sui principali codici di autodisciplina (struttura dei comitati e monitoraggio) e dei codici per gli investitori istituzionali in Europa

Sintesi sui principali Codici di autodisciplina			
Paese	Codice vigente	Soggetto redigente	Monitoraggio e analisi sulla compliance al Codice di corporate governance
BELGIO	<i>Le Code Belge de gouvernance d'entreprise 2009</i>	<i>Commission corporate governance</i> Natura giuridica: Fondazione privata Componenti: 23	<i>Fédération des Entreprises de Belgique (FEB) - Institut Des Administrateurs (Guberna)</i> Conducono un'attività di monitoraggio sull'applicazione del codice da parte delle società appartenenti all'indice BEL 20 e pubblicano un <i>report</i> annuale con indicazione dei dati in forma anonima e aggregata. <i>Financial Service and Market Authority (FSMA)</i> Pubblica annualmente un <i>report</i> sul livello di adesione al codice, che riguarda tutte le società quotate. I dati sono riportati in forma anonima e aggregata. Sulla base dei risultati dell'analisi, l'Autorità formula raccomandazioni generali agli emittenti.
FRANCIA	<i>Code de Gouvernement d'Entreprise des Sociétés Cotées</i>	<i>Association Française des Entreprises Privées (AFEP) – Mouvement des Entreprises de France (MEDEF)</i> Natura giuridica : Associazioni degli imprenditori	<i>AFEP – MEDEF</i> Pubblicano un rapporto sulla <i>governance</i> delle società quotate che appartengono all'indice SBF 120. Il <i>report</i> contiene dati statistici (in forma anonima) sul livello di adesione al codice. <i>Autorité des Marchés Financières (AMF)</i> Pubblica un rapporto che analizza le relazioni di <i>corporate governance</i> pubblicate da un campione di 60 società appartenenti agli indici CAC 40 e SBF 120. In base ai risultati di tale analisi (non anonima), l'AMF formula raccomandazioni generali nei confronti degli emittenti.
GERMANIA	<i>Deutscher Corporate Governance Kodex</i>	<i>Regierungskommission</i> Natura giuridica: Comitato di nomina governativa Componenti: 14	<i>Berlin Centre of Corporate Governance (BCCG)</i> Pubblica annualmente un rapporto sul livello di adesione al codice da parte delle società quotate a Francoforte (<i>Kodex Report</i>). I dati sono riportati in forma anonima e sintetica.

Sintesi sui principali Codici di autodisciplina			
Paese	Codice vigente	Soggetto redigente	Monitoraggio e analisi sulla compliance al Codice di corporate governance
GRAN BRETAGNA	<i>The UK corporate governance code</i>	<i>Financial Reporting Council (FRC)</i> Natura giuridica: Organismo indipendente Componenti: 16	<i>FRC e soggetti privati</i> Dal dicembre 2011, il FRC pubblica un <i>report</i> sullo stato di adesione del Codice da parte delle società inglesi (in forma sintetica e anonima). Il <i>report</i> fa riferimento – tra l'altro – ai dati dell'analisi svolta spontaneamente da <i>Grant Thornton</i> , che produce annualmente una <i>survey</i> sullo stato di <i>compliance</i> del codice da parte delle società quotate inglesi appartenenti all'indice <i>FTSE 350</i> .
IRLANDA	<i>The UK corporate governance code</i> + <i>The Irish Corporate Governance Annex</i>	<i>Irish Stock Exchange (ISE)</i> Natura giuridica: Borsa valori	<i>ISE – Irish Association of Investment Managers (AIM)</i> Nel 2010 hanno commissionato la redazione un <i>report</i> con l'obiettivo di analizzare il grado di aderenza ai principi dello <i>UK Combined Code</i> da parte degli emittenti irlandesi. Il <i>report</i> è stato redatto da un <i>panel</i> di esperti e fornisce i dati in forma aggregata e anonima.
ITALIA	<i>Codice di Autodisciplina delle società quotate</i>	<i>Comitato per la Corporate Governance</i> Natura giuridica: Organismo privato Componenti: 24	<i>Assonime – Emittenti Titoli</i> Dal 2001, Assonime (dal 2004, congiuntamente a Emittenti Titoli) pubblica un'analisi sullo stato di attuazione del Codice di Autodisciplina e sulla governance delle società quotate.
LUSSEMBURGO	<i>Les dix Principes de gouvernance d'entreprise de la Bourse de Luxembourg</i>	<i>Bourse de Luxembourg</i> Natura giuridica: Borsa valori Componenti: 8	<i>Bourse de Luxembourg</i> Dal 2006 procede annualmente alla pubblicazione di un <i>report</i> nel quale vengono riassunti (in forma anonima e aggregata) i principali risultati dell'attività di monitoraggio condotta sulla base delle relazioni di governo societario degli emittenti.
OLANDA	<i>De Nederlandse corporate governance code</i>	<i>Monitoring Commissie Corporate Governance Code</i> Natura giuridica: Comitato di nomina ministeriale Componenti: 7	<i>Monitoring Commissie Corporate Governance Code</i> Il Comitato procede annualmente al monitoraggio dello stato di attuazione del codice e pubblica un <i>report</i> che descrive il livello di applicazione in forma sintetica e anonima.
PORTOGALLO	<i>Código de Governo das Sociedades</i>	<i>Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)</i> Natura giuridica: Autorità di vigilanza dei mercati	<i>CMVM</i> Verifica l'effettiva adesione alle raccomandazioni del codice e la qualità delle spiegazioni fornite dai singoli emittenti, potendo anche interloquire direttamente con il <i>management</i> per chiarire aspetti dubbi. In caso di carenze nella comunicazione sulla <i>compliance</i> (o sulla motivazione di <i>non-compliance</i>), può applicare sanzioni

Sintesi sui principali Codici di autodisciplina			
Paese	Codice vigente	Soggetto redigente	Monitoraggio e analisi sulla compliance al Codice di corporate governance
			amministrative. Riporta i risultati delle verifiche svolte nell'ambito di una conferenza e ne pubblica gli esiti all'interno di un rapporto annuale che contiene in forma sintetica informazioni statistiche sulla <i>compliance</i> alle raccomandazioni del Codice e sulla valutazione della qualità delle spiegazioni fornite in caso di <i>non-compliance</i>. Informazioni più dettagliate riferibili alle singole società censite (e nominativamente richiamate) sono riportate nelle tabelle allegate al <i>report</i>.
SPAGNA	<i>Código unificado de buen Gobierno de las sociedades cotizadas</i>	<i>Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)</i> Natura giuridica: Autorità di vigilanza dei mercati	CNMV Procede annualmente alla pubblicazione di due <i>report</i> (il primo <i>report</i> riguarda tutte le società quotate; il secondo ha ad oggetto le società appartenenti all'indice <i>Ibex 35</i>) che riassumono i principali risultati dell'attività di monitoraggio condotta sulla base delle relazioni di governo societario degli emittenti. In <i>annex</i> sono riportati i dati sulla <i>compliance</i> riferiti nominativamente ad ogni singola società quotata. Nel monitorare lo stato di implementazione del codice, la CNMV può chiedere agli emittenti più dettagliate informazioni qualora le relazioni si presentino generiche o poco dettagliate (oltre a poter rilevare – e sanzionare – le ipotesi di omissioni/falsità rilevanti).
SVEZIA	<i>Svensk kod för bolagsstyrning</i>	<i>Kollegiet verkar för god bolagsstyrning</i> Natura giuridica: Organismo privato Componenti: 11	<i>Kollegiet verkar för god bolagsstyrning</i> Monitora lo stato di attuazione del codice da parte delle società svedesi e pubblica, a cadenza annuale, le relative conclusioni in un <i>report</i>, nel quale i dati sono riportati in formato sintetico e anonimo.

Codici destinati agli Investitori Istituzionali						
	Codice vigente	Soggetto redigente	Ambito di applicazione	Modalità di applicazione	Monitoraggio	Contenuti
EUROPA	<i>EFAMA Code for External Governance</i>	<u><i>European Fund and Asset Management Association</i></u>	<i>a) Investment management companies</i>	Semplici raccomandazioni (in caso di adesione la società deve comunicare la decisione presa nell' <i>annual financial statement</i>)	<i>No Info</i>	Il Codice si compone di sei principi e relative raccomandazioni di supporto. Ogni Società di gestione dovrebbe: 1) avere una politica documentata a disposizione del pubblico riguardante l'esercizio delle proprie responsabilità di gestione; 2) controllare le società partecipate; 3) definire chiari orientamenti sulle modalità di intervento nelle società partecipate al fine di proteggere e aumentare il valore dell'investimento; 4) prendere in considerazione l'opportunità di cooperare con altri investitori; 5) esercitare i propri diritti di voto in modo consapevole; 6) riferire in merito all'esercizio dei diritti di proprietà e delle attività di voto e delineare una politica in materia di comunicazione di <i>governance</i> esterna.
GRAN BRETAGNA	<i>The UK Stewardship Code</i>	<i>Financial Reporting Council</i>	<i>a) Asset managers b) Asset owners c) Service providers (proxy advisors and investment consultants)</i>	<i>Comply or explain</i> per le firmatarie	Il <i>Financial Reporting Council</i> monitora l'adozione e l'applicazione del codice	Lo <i>Stewardship Code</i> si compone di sette principi, corredati da proprie linee guida. Gli investitori istituzionali sono invitati a: 1) divulgare pubblicamente la loro <i>policy</i> sulle responsabilità di <i>stewardship</i> ; 2) dotarsi di una solida <i>policy</i> sui conflitti di interessi in relazione alla <i>stewardship</i> e renderla pubblica; 3) monitorare le società partecipate; 4) definire chiare linee guida su quando e come intensificheranno le loro attività di <i>stewardship</i> ; 5) agire collettivamente con altri investitori, se opportuno; 6) avere una chiara politica sul voto e la divulgazione delle attività di voto; 7) riferire periodicamente sulla loro gestione e sulle attività di voto.

Codici destinati agli Investitori Istituzionali						
	Codice vigente	Soggetto redigente	Ambito di applicazione	Modalità di applicazione	Monitoraggio	Contenuti
GERMANIA	<i>Corporate Governance-Kodex für Asset Management-Gesellschaften</i>	<i>German Working group for Asset Managers</i>	a) Asset managers b) Altre società di gestione	<i>Comply or explain</i>	<i>No info</i>	Il Codice opera una distinzione tra la <i>corporate governance</i> interna (Capo II) e quella esterna (Capo III). Nella prima parte disciplina compiti e responsabilità del consiglio di gestione e del consiglio di sorveglianza, riferendosi in particolare al fenomeno dei conflitti d'interesse; nella seconda parte invece delinea le <i>best practice</i> sull'esercizio dei diritti degli azionisti e sulla partecipazione alle assemblee. Nel Capo IV dispone regole generali di <i>disclosure</i> sugli argomenti di cui ai Capi II e III.
ITALIA	<i>Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti d'interessi</i>	<i>Assogestioni</i>	a) Sgr b) Sicav	<i>Comply or explain</i> solo per le associate	Il Comitato per l'autoregolamentazione (comitato interno ad Assogestioni) monitora l'adempimento delle Associate e può irrogare sanzioni di censura nonché darne pubblica notizia	Il Protocollo raccoglie una serie di raccomandazioni la cui applicazione consente l'identificazione e la gestione dei conflitti di interessi. In particolare, il Protocollo invita le società a suddividere le situazioni di conflitti di interessi in tre categorie: (i) selezione degli investimenti; (ii) scelta delle controparti; (iii) esercizio del diritto di voto. Il Protocollo illustra inoltre le misure sia di carattere organizzativo, sia di carattere procedurale, che le società devono osservare ai fini della gestione dei conflitti d'interessi. Le misure organizzative si sostanziano nella individuazione delle competenze di organi e funzioni aziendali, nella definizione delle attribuzioni dei consiglieri indipendenti e nella disciplina del cumulo di funzioni. Per quel che riguarda le procedure per la gestione dei conflitti d'interessi, il Protocollo enuncia una serie di raccomandazioni relative alle singole fattispecie foriere di conflitti.

Codici destinati agli Investitori Istituzionali						
	Codice vigente	Soggetto redigente	Ambito di applicazione	Modalità di applicazione	Monitoraggio	Contenuti
LUSSEMBURGO	<i>ALFI Code of Conduct for Luxembourg Investment Funds</i>	<i>Association of the Luxemburg Fund Industry</i>	Fondi di investimento (quotati e non)	Semplici raccomandazioni (in caso di adesione la società deve comunicare la decisione presa nell' <i>annual financial statement</i>)	<i>No info</i>	Il Codice si compone di otto principi che si rivolgono principalmente al consiglio di amministrazione, delineando <i>best practices</i> in merito alla gestione del fondo di investimento. In particolare CdA di un fondo d'investimento dovrebbe: (i) garantire che siano mantenuti elevati <i>standard</i> di <i>corporate governance</i> ; (ii) essere composto da membri con elevata professionalità ed esperienza, e agire in modo da adempiere al meglio le proprie responsabilità; (iii) agire in modo corretto ed indipendente, nel miglior interesse degli investitori; (iv) svolgere le proprie funzioni con adeguata cura e diligenza; (v) garantire il rispetto di leggi, regolamenti e dei documenti costitutivi del fondo; (vi) garantire che gli investitori siano adeguatamente informati e equamente trattati; (vii) garantire che sia in atto un efficace processo di gestione del rischio e adeguati controlli interni; (viii) individuare e gestire con equità ed efficacia, ogni conflitto di interessi, effettivo o potenziale, e garantire un'adeguata trasparenza nella gestione dello stesso.